

A Financial History of the United States

美国金融史

第四卷

从安然事件到金融改革

A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals From Enron to Reform

2001-2004

【美】杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）◎著

韩 姝◎译

 CRC Press Taylor & Francis Group

 中国金融出版社

责任编辑：贾　真
封面设计：吴锦明


中国金融出版社
官方微博


中国金融出版社
官方微信


金融青年
微信公众平台



网上书店：www.chinafph.com

上架类别◯金融


ISBN 978-7-5049-9245-1

定价：158.00元



A Financial History of the United States

美国金融史

第四卷

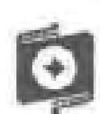
从安然事件到金融改革

A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals From Enron to Reform

2001-2004

【美】杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）◎著

韩　姝◎译

 CRC Press Taylor & Francis Group　 中国金融出版社

责任编辑：贾　真
责任校对：张志文
责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

美国金融史（Meiguo Jinrongshi）. 第四卷/［美］杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）著；韩姝译. —北京：中国金融出版社，2018. 5
ISBN 978－7－5049－9245－1

Ⅰ. ①美…　Ⅱ. ①杰…②韩…　Ⅲ. ①金融—经济史—美国　Ⅳ. ①F837. 129

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 247959 号

出版发行　中国金融出版社
社址　北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部　(010)63266347，63805472，63439533（传真）
网上书店　http://www.chinafph.com
(010)63286832，63365686（传真）
读者服务部　(010)66070833，62568380
邮编　100071
经销　新华书店
印刷　北京市松源印刷有限公司
尺寸　169 毫米×239 毫米
印张　51. 75
字数　745 千
版次　2018 年 5 月第 1 版
印次　2018 年 5 月第 1 次印刷
定价　158. 00 元
ISBN 978－7－5049－9245－1
如出现印装错误本社负责调换　联系电话（010）63263947

前言

本书研究了2000年美国经济开始走向低迷后出现的安然公司破产事件及其他财务丑闻。第一部分首先回顾了安然公司轰然倒塌前的市场繁荣与萧条；其次描述了安然公司的成长壮大和那场耸人听闻并导致该公司彻底沦陷的丑闻事件；最后描述了包括安然公司的破产过程，对公司高管的起诉和加州能源危机事件中安然公司所起作用等事件相关情况。

第二部分首先研究了美国证券交易委员会的信息充分披露制度和会计体系的作用，如安达信会计师事务所，因对安然公司的审计作假被控诉妨碍司法，后来被牵连倒闭；其次描述了莱爱得公司、施乐公司、美国国际联合电脑公司等存在的信息披露问题；再次讨论了公司治理中受托义务的发展和作用以及在上述事件过程中特拉华法院的作用；最后研究了公司治理方面的其他改革，如外部董事的使用和股东权利的增加。另外，泰科公司案例中受托义务的违背也是本部分的一个讨论主题。

第三部分首先回顾了出现在加拿大北方电信公司、美国朗讯科技公司、美国中西部通信公司、环球电讯公司、阿德尔菲亚电话电报公司、世界电讯公司等电信企业的会计丑闻和破产垮台事件，此部分也包含了发生在美国时代华纳、法国维旺迪、南方保健、霍林格等其他公司里的会计丑闻；其次分析了在安然事件后发生在华尔街的财务丑闻，包括审判玛莎斯图尔特、金融分析师之间的冲突、关于理查德·格拉索薪酬的争吵、滥用共同基金及其他发生在保险行业的丑闻；最后描述了在上述丑闻后被采用的《萨班斯—奥克斯利法案》，额外强加的义务及存在的缺陷。

第四部分追踪了美国财务丑闻和金融市场恢复增长后出现的明显经济复苏。这部分强调了信息充分披露的缺陷，公司治理改革者们的误入歧途最终导致了上述金融业丑闻的发生，及当前制度体系下的可选之策。

致谢

我首先要对研究助理们的帮助表示由衷感谢，特别是来自佛罗里达国际大学的法学院学生伊琳·特蕾西和米斯特尔·阿卜杜勒马吉德。我同样也感谢允许我访问的伦敦大英图书馆、爱丁堡苏格兰国家图书馆、都柏林爱尔兰图书馆及英格兰和威尔士特许会计师学院的伦敦图书馆。最后，我还要感谢贝丝·帕菲弗在索引编撰上所做的工作。

目录

第二部分　充分披露和会计人员

第三部分 全面披露的失败

第四部分 复苏和改革

导 言

本书是一部讲述大量新发生于21世纪的财务丑闻的历史，但故事却始于1990—1991年的经济衰退，衰退导致了时任总统乔治·赫伯特·沃克·布什的连任失败。比尔·克林顿执政期间经历了美国历史上最长的经济增长期和股票市场最持久的牛市。好景被2000年的股市低迷所打破，起因是时任美联储主席艾伦·格林斯潘采取了惩罚性的加息措施。

艾尔·戈尔和乔治·沃克·布什之间的总统选举对决为经济走向增加了更多的不确定性，在布什宣布就任后不久，美国就开始出现了衰退迹象。2001年9月11日发生的恐怖袭击更为美国经济带来了毁灭性的打击。紧跟着这些打击而来的是美国第七大公司——安然公司爆发的财务舞弊丑闻。安然公司作为行业巨擘轰然倒塌，公司内部对财务会计的大量操纵和公司管理层在安然股票中的大规模盈利则引发了危言耸听的舆论报道和煽动性的新闻。

美国国会关于安然公司破产的听证会在一场歇斯底里的氛围中进行，其疯狂程度堪比20世纪50年代的麦卡锡运动。安然公司的高管们在媒体曝光中都纷纷主张宪法第五修正案，但在审判前都被国会议员们裁定为有罪。那些有足够勇气出庭作证的人则遭到了两院议员们的嘲讽和大声起哄。所有的左翼法学教授和其他改革者们作为证人出席时都表现出这样一种姿态，在个体上他们谴责安然公司，在总体上则谴责那些公司高管层。被严重政治化的丑闻事件成了2002年争夺国会控制权选举的中心议题，甚至也成了州长选举中的备受青睐的话题。

危机传播到了安然公司聘请的会计师事务所——安达信。安达信声称其位于休斯顿的办公室已销毁了大量有关安然公司的档案资料和电子文件。在那场多少有点离奇的审判后，安达信公司被判妨碍司法公正。尽管后来判决被最高法院所逆转，但定罪还是导致这家颇有名望的会计师事务所走到了尽头。85 000 名安达信会计师事务所的雇员失去了工作，其中28 000个职位位于美国。在发现那些银行为把债务从安然公司的资产负债表上移出，纷纷将大量贷款伪装成商品交易的时候，美国最大的两家金融服务公司，花旗集团和摩根大通，才发觉自己也被卷入到了安然丑闻事件中。

安然丑闻还远远没有结束。联邦能源监管委员会开始调查安然公司和其他能源贸易公司在 2000 年和 2001 年是否操纵了加利福尼亚州的电力市场。在此期间，加州的电价猛涨，同时也出现电力短缺，从而导致了数次局部限电和一家加州最大的公共事业公司破产倒闭。安然公司被发现通过以所谓“肥仔”“矮子当道”“死亡之星”等类似绰号命名的不正当交易在加州能源市场低效运作。这在媒体和监管者中间又掀起了巨大波澜。载有安然公司关于不当交易行为的对话录音及文稿被挂在了政府网站上，并在媒体中广泛流传。

安然公司的溃败引发了市场对更多财务丑闻的预期。由于市场低迷下行，这些丑闻不久而至。申请破产前，光纤电缆铺设运行商——环球电讯公司在关于其会计方法使用的争论声中，股票市值一度达到了 500 亿美元。这是美国有记载的第四大破产案。电信业巨头世界电讯公司的倒台则更惊动一时，它超越了安然公司成为史上最大的破产案例。该公司创始人伯纳德·埃贝斯因与大量的会计舞弊有关被控欺诈，上述舞弊行为给世界电讯公司带来多达 110 亿美元的虚增盈利。

另一家电信企业阿德尔菲亚电话电报公司 78 岁高龄的创始人在黎明前被突然逮捕，出现在新闻媒体画面中的是他被戴上手铐、反拧双臂强行押走，后来他被控诉非法掠夺公司财产罪。泰科国际公司的首席执行官丹尼斯·科兹勒乌斯奇在购进价值数亿美元的画作时未向纽约缴纳消费税则引发了另一起丑闻。科兹勒乌斯奇被控从泰科公司非法挪用 6 亿美元，并用其中的 2 900

万美元支付其在佛罗里达伯克莱屯的度假屋，3 000 万美元支付其在麦哈顿的高级公寓，该公寓装上了名噪一时的浴帘，浴帘价格高达6 000 美元。此事之后，科兹勒乌斯奇的丑闻事件得到了进一步传播。科兹勒乌斯奇用泰科公司的钱为其妻子卡伦在撒丁岛上举办了一场耗费 210 万美元的生日派对。派对上歌星吉米・巴菲获邀献唱生日歌，此举花费了 25 万美元。派对上的其他奢侈消费被媒体捕风捉影所探寻。

财务丑闻的数量由此达到了史上最高水平。1998 年至 2002 年上半年，超过 650 家上市公司重新补正财务数据。此种事件在过去极为少见。举几个例子来说：施乐公司承认虚增收入 64 亿美元；电力煤气公司 RRI 在财务数据补正中宣布为提高其在能源贸易中的地位，公司使用了轧平交易，此举使得收入被高估了 78 亿美元；电信企业中西部通信公司在 2000—2001 年，调整了 25 亿美元的收入数据；来爱德公司调整了 16 亿美元的财务数据；白时美施贵宝公司在 1999—2001 年虚增了 27.5 亿美元的销售额；国际联合电脑公司在 2000 年和 2001 年两个财务年度不当簿记了超过 20 亿美元的收入；朗讯科技公司也参与到一些财务违规事件中，包括在 2000 年不当地确认了 11.5 亿美元的收益和 4.7 亿美元的税前收入。

公司的总经理们依靠行使公司的股票期权而获得了巨额收益，这使得他们饱受批评，但为了更多地获益，他们往往铤而走险操纵公司财务数据。这些收益的数额非常惊人。华特・迪士尼公司的总裁迈克・埃斯纳获得了 7.5 亿美元的报酬，这些报酬多数来自股票期权。甲骨文公司的总裁拉里・埃里森从期权中获利 7.06 亿美元，但同期公司的股价大跌了 57%。戴尔电脑公司的迈克尔・戴尔一年获利 2.33 亿美元。花旗集团的桑迪・威尔一年获利 2.2 亿美元，其从花旗集团获得的报酬总额高达 10 亿美元。

在那些丑闻中最臭名昭著的是证券推销所通过高压营销技巧将毫无价值的股票卖给公众。"哄抬股价" 计划就是用类似的手段操纵了许多小盘股的股价以便逢高出货。庞氏骗局、互联网兜售及其他骗局疯狂蔓延，从不知情的投资者手里掠夺了大量财富。艾伦・格林斯潘在国会议员面前公开谴责美国公司这种 "传染式的贪婪"，但他的讲话并未阻止类似舞弊向华尔街蔓延的步

伐。股票分析师私下里批评那些证券推销所推荐给公众的股票。纽约州的检察总长艾略特·斯皮策引爆了舞弊事件，他揭露了美林证券的分析师亨利·布洛杰特在私人邮件中管那些证券推销所推荐给公众的股票叫“废物”“垃圾”。当花旗集团的桑迪·威尔被爆料向一所精英幼儿园捐赠了100万美元以获得花旗集团的控制权及美国电话电报公司的投行业务，这只是错综复杂的情节中的一小部分，但使得分析师舞弊丑闻不断发酵。上述舞弊事件和接下来的调查使得艾略特·斯皮策上下皆知，他开始挑战证券交易委员会对股票市场的监管权威。

斯皮策开始揭露华尔街的其他丑闻，包括爆料“纺纱”计划，即承销商在热门公司的IPO阶段将股票配置给大公司的总经理们以期从他们手中拿到投行业务。斯皮策和其他监管者们一起与华尔街的投资银行家在分析师的冲突中达成了一个共同解决方案。这个解决方案耗资总共达到了不可思议的14亿美元。伴随舞弊事件而来的问题出现在了互助基金中，对冲基金的“择时交易”和“延迟交易”把个体投资者们置于一个不利境地。这也是被斯皮策揭露后美国证券交易所才开始介入的。斯皮策、美国证券交易所和其他监管者们一起从其他交易方手中罚没了30亿美元。当玛莎·斯图尔特就她推销艾克隆系统公司股票的原因撒谎而被以妨碍司法的罪名定罪时，媒体对这类事件的热情愈发高涨。更多的事还在发生。当斯皮策对互助基金的揭露开始淡化时，他又开始转向了保险业巨头，如马什迈克里安公司和美国国际保险公司。

安然丑闻和其他舞弊事件暴露出的问题影响如此之广泛以致整个公司治理结构都备受怀疑。针对上述事件，国会于2001年通过了关于公司治理改革的《萨班斯—奥克斯利法案》。该法案针对会计职业创设了一个监管机构——美国公众公司会计监督委员会（诋毁者们称其为PCAOB或“躲猫猫”）。该方案并未充分弥补公司治理中可能出现的缺陷，以致各类舞弊丑闻不断见诸报端。纽约证券交易所主席理查德·格拉索获得1.875亿美元退休金的公告掀起了又一场争论，公众关心为何证券交易所的董事会主席可以获取如此高额的津贴。艾略特·斯皮策以纽约证券交易所等非营利机构不能支付如此高

额的退休津贴为由加入到支持恢复正常津贴的诉讼中。财务丑闻在不断持续，出现了不计其数的财务重述和财务操纵。食品公司帕玛拉特的破产尤为令人震惊，其创始人从公司账上划走了超过10亿美元。该公司的实际债务为151亿美元，比财务报告上的8倍还多，其收益也被高估了110亿美元。

这些事件暴露了监管体系和公司治理改革中的深层次缺陷。一系列监管改革导致国家资助的工会养老金计划发起了一场旨在接管美国企业的运动，共同诉讼律师用大量的诉讼案例攻击一切上市公司，但作用只是徒增律师诉讼费而已。野心勃勃的检举人为博观众眼球对常规的公司活动也发动攻击。旨在遏制舞弊事件的《萨班斯—奥克斯利法案》被事实证明耗费巨大而最终失败，且削弱了美国的竞争地位。本书将分析相关案例，同时阐述那些应对商业攻击的可选之策。

第一部分
股票市场泡沫和安然公司

第1章 股票市场泡沫

第1节　金融市场

市场繁荣

发生在20世纪末的股市繁荣相当特别。道琼斯工业指数1991年还在3 000点之下，但在之后的五年上涨了1倍多，涨幅创了该指数有史以来的新高。道琼斯工业指数还创下了其他纪录，1990年以来其连续上涨了9年，1994年至1999年每年的复合收益率高达两位数。纽约证券交易所挂牌的股票在1998年至1999年上涨了20%，此间该指数也达到了峰值。2000年1月14日，道琼斯工业指数达到了11 722点的新高。20世纪90年代以来，纳斯达克指数也被上市的互联网公司所引爆，指数从1991年1月2日的372.19点上涨至2000年3月24日的5 048点，同在这一天，标准普尔500指数也达到了1 527点的新高。

美国看似在被疯狂的股市所吞噬。美国有线电视台的“财富宝贝”节目向数百万名美国公众兜售股票。1993年以来，超过100家的金融媒体应运而生，在互联网上，上千家的网站投身于金融领域。截至1999年，全国已有超过37 000家的投资俱乐部。持有股票已经变得和拥有两车位的车库

一样寻常[1]。

20 世纪 90 年代以来，商业投资翻了一番，经济随同股市一起增长。在经历了连续 107 个月的经济增长后，2000 年 2 月成为美国史上最长经济扩张期的一个标志性时点。美国的国内生产总值（GDP）从 1992 年的 5.8 万亿美元增至 1997 年的 7.2 万亿美元。美国的生产率从 1995 年的 2.6% 上升至 1999 年末的 6.4%，该增速被《纽约时代》杂志[2]称为“震惊”。市场繁荣催生了一部分个人的激增财富。1995 年至 1997 年，经调整后的总收入超过 100 万美元的人数增长了 2/3。1998 年，缴税最多的 0.01% 的人群收入超过 360 万美元。他们的平均收入达到了 1 700 万美元。1999 年，650 万个美国家庭拥有 100 万美元以上的资产；其中，35 万个家庭拥有超过 200 万美元的资产。百万富翁（定义为至少拥有 100 万美元的金融资产，含住房）的数量从 1953 年的 2.7 万人飞升至 2001 年的 710 万人。1799 年，美国第一位也是当时唯一一位百万富翁——塞勒姆船东伊莱亚斯·哈斯科特·德比去世后，这个国家在致富的道路上经历了漫长的岁月。

20 世纪末，最富有的 400 个美国人拥有超过 1 万亿美元的财富，比当时中国全国的 GDP 还高，但那些富豪们比不上他们的前辈。以今天的币值计算，安德鲁·卡内基在顶峰时财富达到了 1 000 亿美元，约翰·D. 洛克菲勒身价达到了 2 000 亿美元。今天的富豪们用慈善捐赠来抚慰良心，与他们的强盗式贵族先辈们如出一辙。2000 年，缴税最多的 400 个人人均拥有 1.74 亿美元的年收入，但在当年平均仅捐助 2 530 万美元。

微软公司的比尔·盖茨捐赠了 170 亿美元来成立一个基金会。对冲基金大佬乔治·索罗斯从 1994 年到 2000 年向他设立的基金总共捐助了超过 25 亿美元。美国在线时代华纳的泰德·特纳许诺向联合国捐赠 10 亿美元，但在 2000 年公司股价下跌后其承诺并没有兑现。

---

① Arthur Levitt, *Take on the Street*, p. 245.

② *In re Piper Capital Management, Inc.*, 2000 WL 1759455 (S. E. C. 2000), affirmed, 2003 WL 22016298 (S. E. C. 2003).

水涨船高

在市场繁荣时期，富人并非唯一的参与者。平均而言，在美国家庭持有的资产中，28%分布于股票，20世纪末家庭财富中股票的比重甚至超过了不动产。美联储发现，52%的美国家庭直接或通过共同基金持有股票。这个比例在1992年的时候还仅有37%。每个家庭平均的持股量从1992年的1.3万美元上升至3.4万美元。7 900万个人持有股票，这个数字在1983年仅为4 200万人。85%的股票所有权包含共同基金。

20世纪对美国而言是一个黄金时代。美国的人均实际收入增长了3倍，美国人的平均寿命也从41岁到77岁。大约23%的美国家庭收入达到7.5万美元，到20世纪末这个数值可能更高。1990年以来，家庭收入中值增加了39%，在20世纪90年代末达到41 944美元。在最富有家庭的影响下，家庭平均收入陡然增加至68 000美元，但1960年至2001年，经通胀调整的人均收入仅增长了1倍。1995年至1998年，家庭平均净资产增长了25%。美国房屋业主所拥有的房屋产权市值从1998年的109 000美元增加至2001年的122 000美元。房屋的平均面积从1982年的1 520平方英尺扩大至2002年的2 114平方英尺。在21世纪开始时，美国家庭平均拥有5 800美元的信用卡债务，但贫困率从1989年的13.1%跌至2002年末的12.1%，在此期间还短暂地跌至过11.7%。这意味着3 460万名美国民众还生活在贫困中，但20世纪90年代以来贫富差距得以缩小。2001年非裔美国人的净资产中位数是17 100美元，较1998年减少了800美元，但较1992年增加了14 800美元。20世纪90年代以来，年收入超过10万美元的非裔美国家庭数量从222 000个增加至415 000个。非裔美国家庭收入中位数的增速是全部家庭收入增速的2倍。

IPO股价高涨

新的千年来临时，大约有3 000家美国本土和非美国公司在纽约证券交易所挂牌上市，市值共计16.8万亿美元。1999年，在纳斯达克上市的美国公司市值就达到了5.2万亿美元。20世纪90年代，随着市场繁荣，股市的成交量

达到了不可思议的水平。1999 年，纽约证券交易所的日均成交量达到了 8.1 亿股。最活跃的交易日有十分之七都发生在 1999 年。1999 年 12 月 17 日可谓最繁忙的交易日，该天以 13.5 亿股的交易量创下了纪录。纳斯达克的资金量在 1999 年的 1 月首次超越了纽约证券交易所。在 21 世纪之初，活跃交易日时纳斯达克的每日成交量超过了 10 亿股。

总体而言，1999 年纳斯达克指数上涨了 80%。暴涨的互联网公司股价同时也刺激了其他股票的乐观情绪。某书预测道琼斯指数将在五年内达到36 000 点，另一位作者则预测道琼斯指数将达到 100 000 点。纳斯达克市场的繁荣由那些提供互联网服务的公司所推动，这些公司的名字中常有“.com”类似字眼。这些公司在 IPO 阶段批量地将股票卖给公众。这些高度投机的互联网公司的 IPO 变得十分抢手，之后股票便以原始股价的数倍价格在二级市场上进行交易。这些公司大多聚集于加利福尼亚州的硅谷地区，从而使得当地房价在 1996 年就上涨了 45%，每座房子的均价达到 110 万美元。该地区的房屋均价比贝弗利山庄要高 40 万美元左右。

在 IPO 之前，风险投资公司常常为互联网公司提供融资，其指望着出售这些初创公司时能够获利。在硅谷比较著名的风险投资公司有凯鹏华盈。在合伙人约翰·多尔的带领下，这家风险投资公司投资了太阳微系统公司、康柏电脑、莲花软件、基因泰克、网景、亚马逊和个人数字助理生产商 Handspring 等公司，上述公司全部都成为当时的行业热点并为投资人带来巨额利润。一批被称为“损害团队”的投资银行也操纵了互联网公司的 IPO 项目。这个团队的成员包括汉博奎斯特创投公司、亚历山大布朗公司、罗伯特斯蒂芬公司和蒙哥马利证券公司。高校的慈善基金也是风投公司的资金来源之一。甚至连美国国防部在 20 世纪 90 年代也加入到风险投资事业中来，它为各类项目提供了大约 10 亿美元的资金。

互联网股票的繁荣可追溯至 1995 年 8 月作网络浏览器的网景公司 IPO。这家公司首次公开发行的价格是每股 28 美元，上市第一个交易日快要结束时，该股票在以每股 58 美元的价格成交 1 300 万股后，股价很快蹿到了 75 美元。这只股票一天的成交量甚至超过了纽约证券交易所 1967 年每天的日均成

交量。1999年，市场上绝大多数顶级的IPO股票是新兴高科技公司。就在那年，通过IPO募集了700亿美元，资金量几乎是1998年的两倍，甚至离乔治·布什2003年伊战后重建伊拉克所募集的资金量也不远了。

超过250家与互联网相关公司的IPO发生在1999年，在上市首日它们的股价平均上涨了84%。上市首日，极客公司的股价甚至在二级市场上从每股30美元上涨到300美元。在线旅游服务商普利斯林公司的股价首日从16美元蹿到69美元，之后达到了162美元的高点。红帽公司的IPO股价是14美元，虽然该公司被爆在首个季度就亏损200万美元，但股价在交易的第一个小时就涨到了50美元。最终红帽公司的股价上涨到了151美元。施恩技术公司的股价从10美元涨到了133美元。网络玩具公司（eToys）的股价也从IPO时的20美元上涨到80美元。网络资本公司（Internet Capital）以6美元每股的价格在1999年8月进行IPO，在该年末股价就上涨到了170美元。

亚马逊公司的股价在交易首日上涨了30%。该公司在一定时期内并未预期获利，但股价在3个月内上涨了两倍。证券分析师亨利·布罗吉特因预测亚马逊公司股价将在一年内超过400美元而名噪一时。事实上，在其预测后的三周内亚马逊的股价就超过了400美元。拍卖网站易贝（eBay）的发行价格是18美元，但交易日终时股价就冲到了47美元，发行三个月内，成交价格一度超过了240美元。在线投资公司氧气控股（Oxygen Holdings）在其上市第一天股价就上涨了29倍。在线旅行社——最后一分钟（Lastminute. com）在纳斯达克指数涨至高点时也经历了在IPO价格基础上上扬67%的时刻。

网络咨询商兰特公司的股价在几周内从20美元上涨到80美元而后又下跌，导致其创始人成为亿万富翁仅一天。提供在线解决方案的电子商务公司——第一商务（Commerce One）股价从每股7美元上涨到每股196美元。资本集团（Capital's Group）的股价从每股6美元上涨到170美元。由两名康奈尔大学学生创立的地球在线（Globe. com）公司的股价在短短几分钟内从发行价格9美元上涨到97美元，使得这个收入不足300万美元的公司市值一度超过10亿美元。博科通讯系统公司的股价从9.5美元上涨到177美元。利瑞科技公司（Liberate Technologies）的股价从16美元上涨到257美元。力博通

讯（Redback Networks）的股价从11.5美元上涨到177美元。卡卡圈坊（Krispy Kreme）的股价在其发行价的基础上涨了超过300%。

从1993年到2003年的10年里，超过5 600家的美国本土及国外公司在美国通过IPO筹集了超过5 000亿美元的资金。从20世纪80年代开始时到20世纪末，通过IPO新创立了超过9 000家的上市公司。这个数字超过了20世纪末上市公司总量的一半。

结构化融资

IPO市场并非金融领域中的唯一热点。结构化融资在20世纪90年代的华尔街开始盛行并成为安然丑闻事件的核心内容。结构化融资有很多复杂形式，但最初是用于资产证券化中的。这种盛行的融资结构将资产打包组成一个特殊目的载体（SPE），并将其所有者权益出售给投资者。特殊目的载体中持有资产的现金流也用来支付投资者。这种交易结构较早些时候是由政府国民抵押协会（GNMA）为抵押贷款市场设计的，GNMA是联邦政府住房与城市发展部下属的一个政府支持实体。GNMA提高了金融机构发放抵押贷款的能力，并通过创设“过手”证书将那些抵押贷款卖给投资者们。事实上，这些证书代表的就是住房抵押贷款资产池的所有者权益。GNMA证书的持有者可按比例收到住房抵押贷款资产池中的收益和本金。到1995年，在美国已经有接近2万亿美元的未偿还抵押贷款和资产支持融资。

另外两家政府背景的机构也有类似的金融工具：它们分别是成立于1938年（1968年进行了私有化）的美国联邦国民抵押协会（房利美）和1970年获得经营牌照的美国联邦住房贷款抵押公司（房地美）。资产证券化的浪潮也向私人银行蔓延，这些私人银行通过发行抵押贷款支持证券将自身持有的抵押贷款直接售卖给投资者。出售证券的收入又可以为下一次的信贷提供帮助，这样循环往复就不断为住房抵押贷款提供了资金来源和资金支持，从而也增加了购房总量。另一个由政府支持的实体美国联邦农业抵押贷款公司（Farmer Mac）成立于1988年，其业务主要是发展农业贷款的二级市场，业务模式与房利美和房地美相类似。学生贷款营销协会（Sallie Mae）是又一个

参与到结构化融资中的政府背景组织。在联邦学生贷款担保项目下，该组织向银行提供资金以发放学生贷款。Sallie Mae 在二级市场购买学生贷款并将其证券化。

结构化融资包括担保抵押债券（CMOs），在此模式下抵押贷款被打包放进一个特殊目的载体（SPE）中并按不同层级来出售，有的层级只包含优先级中的收益部分，有的层级只包括本金部分。对这些金融工具的估值变得相当困难，例如，下述美国证券交易委员会（SEC）的一份行政决议摘录是这样描述 CMO 的特征的：

> 久期反映了当利率改变时一只证券或一个资产组合价值变动的百分比。所以久期是一个风险指标——旨在量化某只证券或某个组合的价格敏感性或波动性……记录证明久期和凸性是有内在关联性的。凸性反映了久期（价格波动性）的变化比率。如果将久期比作价格变动的速度，凸性则代表的是加速度。负的凸性显示，当利率上升时证券或组合的久期/波动性（价值下跌）增加的程度将大于利率下降时证券或组合的久期/波动性（即价值上升）减少的程度。凡事都是平等的，在不确定的利率背景下，一个具有负凸性的证券或组合在价值下跌上比价值增加更具潜力。因为 CMO 这种衍生证券内嵌了提前还款权，所以 CMO 具有负的凸性[①]。

债务抵押债券

债务抵押债券（CDO）是担保抵押债券（CMO）的一种变形。这些金融工具都包含将债务出售给特殊目的载体（SPE），如 CMO 一样，SPE 随后将债务划分为很多层级，最低层级（权益性证券层）将首先承担信用违约风险的损失。如果损失超过了该层级的负担能力，第二层级则会继续吸收损失。层级越高越值得信赖，并将获得更高的信用评级。另一个相关的金融工具是复合 CDO，在这种工具中，SPE 中配置有信用违约互换且信用违约互换的收益

---

① *Caiola v. Citibank, NA*, 295 F. 3d 312 (2d Cir. 2002).

也一并被出售。

2002 年，信用类的衍生工具估值有 2 万亿美元，2001 年银行体系就从信用衍生工具中获利约 10 亿美元。这些工具给在其中扮演交易商角色且持有集中度较高的银行系金融控股公司带来特殊风险。持有的这些金融工具也被银行监管者密切关注。这些工具确实也带来了投资风险。2001 年 7 月，美国运通公司宣布由于减记其在垃圾债和 CDO 中的投资，该公司损失了 8.26 亿美元。在使用结构性金融工具中被称为最具创新意识的安然公司，也是交易信用衍生工具的公司之一。当安然公司遭遇财务困难时，公司债务的信用衍生工具费用上涨了 20%。

如同鲍伊债券，几乎任何现金流都可以被证券化。鲍伊债券是将流行歌手大卫·鲍伊的版税收入证券化形成的金融产品。大卫·鲍伊将超过 5 000 万美元的此种债券出售给美国宝德信保险公司。这只债券获得了穆迪 AAA 的评级。罗德·斯图尔特、罗纳德·艾斯礼、达斯蒂·斯普林菲尔德、詹姆斯·布朗等其他娱乐界人士也用这种方法出售他们的未来收益。但互联网给这些投资带来了巨大破坏。通过音乐网站纳普斯特在互联网上下载歌曲，在网站被限制后通过文件共享计划下载歌曲等方式都使得从歌曲上获得的版税收入锐减，这不得不使信用评级机构重新审视其对鲍伊债券的评级。

汽车抵押贷款担保证券（CARS）被用作将汽车贷款证券化。英国石油公司（BP）向该公司的普拉德霍湾权利金信托支付利息，该权利金信托则有权获得 BP 在普拉德霍湾项目上部分油气产值的权利金。一只哈佛学院的信托基金购买了航空公司的信用卡应收账款，之后将其证券化后在美国以外的地区发行。在英国，殡仪馆的经营者们甚至将现金流证券化。州政府出售的彩票债券就是由本州未来彩票收入证券化而来的，这也变成了州政府一个通行的收入来源。州政府也将其与主要的烟草公司达成的大量诉讼和解协议进行证券化。诉讼为 40 个州带来 2 060 亿美元的收入并将在 25 年内完成支付。另外，400 亿美元已在早先时候的和解中支付。

创新工具

20 世纪 90 年代也见证了许多其他金融创新工具的产生，包括允许在股票

价格中存在“差异”的合成股票交易，因为与赌博相像，此种交易一度在19世纪被禁止。合成股票交易可以使交易者们避免由于其自身交易形成的市场波动，也避免了向其他交易者的信息披露，否则其他交易者可建立相反仓位，同时还规避了保证金要求。许多公司提供的合成类产品通过“δ对冲”来对冲掉它们的风险敞口，δ量化了金融衍生品价格对其基础资产价格变动的敏感性。一个交易员控告花旗银行在合成交易中购买了实质性的现货证券而非承诺的δ交易，以此来对冲风险。此举利用了合成交易的优点，对市场隐瞒了银行的交易策略①。

追踪股票只能使投资者们获得一个公司的部分操作信息，让投资们获取和选择他们中意的操作。在一个类似的交易中，劳氏公司为其烟草经营出售了一只追踪股票，此举带来一些风险。在一场针对其烟草经营的集体诉讼中，该公司反对价值260亿美元的裁定。如支持诉求，这个裁定会使烟草经营业务破产。追踪股票使得一些经营者从股票期权中获得双倍报酬。斯普林特公司的两位高管人员通过2001年对斯普林特无线电经营的股票追踪，从其股票期权中累计获得1.37亿美元的收入。珀金斯—埃默公司的一名高管托尼·怀特通过追踪股票从股票期权中总共获利约7 000万美元。

摩根士丹利发明了PLUS note（比索联系美元保证票据），这种票据使得墨西哥银行能将与通胀挂钩的债务工具从其资产负债表中移除，但无须减记损失。一家百慕大公司由此诞生以发行由墨西哥通胀支持债券为基础资产的PLUS note。PLUS note由美元计价，但为使通胀支持债券更加畅销，其由比索支付。所罗门兄弟发明了另一种类似的产品叫作高收益可转换证券。此种产品允许当普通股股价跳水时，在股票转换上获得一定利润。

美国证券交易所还发明了一种类似示踪剂（Tracers）的产品，它其实属于信托中所有者权益，该信托由一篮子评级不低于十五级的固定收益证券组成。证券的股息通过信托支付给示踪剂的所有者。摩根士丹利就曾出售过欧元示踪剂。欧元示踪剂是建立在约30个欧洲企业公司债务上的可交易证券。

---

① *In re Cendant Corp. Prides Litigation*, 51 F. Supp. 2d 537 (D. N. J. 199), vacated in part, 243 F. 3d 722 (3d Cir.) *cert. denied*, 534 U. S. 889 (2001).

交易者们将资产支持证券 ABS 上市，这些 ABS 的基础资产是一篮子标的公司债。这与股票挂钩债券较为相似，唯一不同的是拟组建的 ABS 证券收入来自一篮子投资级别的公司债券，但股票挂钩债券的收入来自一篮子股票。

摩根大通发行了一种基于流动性最好的 100 种欧洲公司债的可交易互换挂钩证券。这些证券以信用违约互换为基础资产。圣达特公司发行了一种名叫“猫的荣耀”的东西，这种东西既有收入的荣耀，也有增长的荣耀。收入荣耀部分包含了一份允许持有者以 50 美元的现金购买一定数量的圣达特公司普通股的合约。圣达特公司反过来也会支付持有者相当于购买价格 5% 的金额，每年支付相当于信托优先证券购买价格 6.45% 的利息，及到期一次性支付 50 美元。增长荣耀部分包含从圣达特公司购买一定数量的新发行普通股。圣达特公司反过来支付持有者相当于购买价格 5% 的金额加上一份国债 1/20 的不可分割收益，国债到期日为 2001 年，面值为 1 000 美元。[①]

早些年，新加坡发行了一种针对新加坡居民的新加坡股票，此种股票许诺有 3% 的收益加上与新加坡经济增速相等的股息。最近，花旗银行向保加利亚发放了 18 亿美元的贷款。贷款利息是基于保加利亚的经济增速。法国的轮胎制造商米其林，在 2000 年使用了其 10 亿美元的信贷额度，使用信贷额度与该公司主要市场的 GDP 增速下降有关。据说 GDP 下降会减少对轮胎的需求，所以对借款的需求增加了。

20 世纪 90 年代，苏格兰银行创设了共享增长抵押贷款，该贷款将房价的增值回拨用于支付贷款利息或替代利息。沃伦・巴菲特（Warren Buffett）掌握的伯克希尔・哈撒威公司（Berkshire Hathaway）出售利率为 3% 的附息债券，但债券附带有以高于当前股价 15% 的价格购买伯克希尔・哈撒威股票的 5 年权证。为维持权证行使权力，投资者们每年需支付 3.75% 的价格。如果权证不能增值，这将带来 0.75% 的净损失。此类权证的增值是有可能的。自从巴菲特 1966 年宣布掌管伯克希尔・哈撒威公司以来，该公司的股价已上涨 4 000%。相比之下，该公司的 A 股价格更高，其一度达到过每股 8 万美元的

---

① Dunn v. Commodity Futures Trading Commission, 519 U. S. 465 (1997).

高点，而B股最高只到过每股2 600美元。

银行则发行了拥有债权和股权双重特性的信托优先证券。此种证券的发行一般有两个步骤：第一个步骤是银行以信托的形式为特殊目的载体发行次级债；第二个步骤是信托向投资者们发行优先股。结果就导致为满足监管资本要求，债权被转化为了股权。联储委员会允许此类证券作为一级资本，即银行可使用股权来满足监管要求。德士古公司（Texaco，Inc.）先前发行了一种名叫累计保证月收入优先股（MIPS）的信托优先证券。其发行包括由一家注册于特克斯和凯科斯群岛（Turks and Caicos Islands）的公司出售优先股，其收益出借给德士古公司。此举使得德士古公司可将支付利息扣除后将股权转换为债权。安然公司也发行累计保证月收入优先股（MIPS）。其他信托优先证券包括季度收益资本证券（Quics）、季度收益优先股（Quips）、次级资本收益证券（Skis）和信托优先证券（Tops）。

商品期货的现代化进程

邱博保险公司（Chubb Corp.）因在一场严重的干旱前及期间向10个州的8 000名农民出售了干旱保险而被索赔3.5亿美元。该公司称保险由热心过度的代理机构销售，且其已将总的保险责任压缩到了3 000万美元。最终，该公司不得不支付超过6 000万美元。安然公司领先一步创设了气候衍生品市场。市场创设于1996年，进入21世纪后其市值已超过40亿美元。

气候衍生品覆盖范围扩展至温度数据，数据基于低于或超过正常范围的温度数值。这种产品在石油及其他能源生产商中很受欢迎，因为建筑公司在寒冷天气中需要停工，所以产品也深得其青睐。芝加哥商品期货交易所（Chicago Mercantile Exchange）看到机会后也开始交易气候衍生品。联合国后来将“干旱”衍生品当作抗击旱灾时一种快速的筹资方式。包括福特汽车公司（Ford Motor Company）、杜邦公司（DuPont）、摩托罗拉（Motorola）和国际纸业（International Paper）在内的一些大公司创办了芝加哥气候交易所（Chicago Climate Exchange），在交易所内它们买卖二氧化碳排放权，此举被看作是减少温室气体排放的一种方式；2004年，交易所被官方正式认定为受监

管的商品交易所。

20 世纪 90 年代，还有一种叫作将到来的对冲（HTA）合约也广受欢迎。这类合约有很多种形式，但大致上都以芝加哥商品交易所的价格为基础，再根据交货点做基差调整来对谷物进行定价。这类合约能够保证谷物买家的利益，但使卖家会面临到最后交割时价格低于现行市价的风险。当农产品价格上升时，农民们将以高于市价的价格出售他们的谷物并且向前滚动他们的 HTA 合约交割义务。谷仓最终将要求按照 HTA 合约来交货。在某些情况下，农民们不得不以市价来购买谷物但是以更低的合约价格来出售，因为他们的谷物产量不足以满足合约规定的交割要求。在很多诉讼案中，农民们主张这些期货合伙在法律上是没有强制执行力的，因为在某些情况下合约允许农民们推迟交货。如果不具有强制执行力，农民们将以更高的市价出售，从而避免因为产量不足而导致的损失。这种主张得到了商品期货交易委员会（CFTC）的同情，但普遍被法庭驳回，理由是这类合约不同于期货，即便被推迟也要求交割。

1974 年，《1936 年商品交易法案》得到了较大范围的修订，其将监管延伸至所有商品期货和期权的交易。刚开始，只有某些商品期货得到监管。禁止交易洋葱期货的限制持续至今；奇怪的是，在苏联解体以前，洋葱是可以自由交易的最后一样东西。商品交易法案有其他的特殊情况，比如要求所有在“合约市场”上交易的商品都在 CFTC 的注册之列，CFTC 是应《1974 年商品交易法案》要求而创设的。这意味着期货交易中没有场外市场。在商品期权交易中也有同样的限制。这导致 CFTC 为场外交易品种中不能包含期货和期权经历了长期斗争。但上述努力并没有成功。1992 年制定的法案中，场外衍生工具以互换和能源合约的形式得到了突破。

场外衍生品存在的问题在许多大企业引起了高额亏损，也导致了加利福尼亚州橙县的破产，这促使激进的 CFTC 主席布鲁克斯·波恩（Brooks Born）谋求对那个市场进行监管，但国会通过攫权对其进行了阻止。在任命新的主席后，CFTC 开始对衍生品市场中的大型投资者放松监管，且国会通过《2000 年商品期货修正法案》（CFMA）同意了上述行为。只要交易方是大型机构或

者富裕的个人，法案就对场外衍生品交易免除监管。CFMA 中的一条法令也使得安然公司设立的互联网交易平台——安然在线免于监管。在安然倒闭后，这条豁免饱受争议。

CFMA 允许商品交易所保持其合约的市场垄断性，市场中也允许其他的小型交易者参与。在最高法院判定财政部在商品交易法案的修订中已被排除出监管后，CTTC 被赋予了阻击货币合约中的场外交易商的权利[①]。货币期货公司每年欺骗那些涉世未深的投资者高达数百万美元。CFMA 允许在 CFTC 和 SEC 共同行使管辖权的准则下交易单个股票期货。商品市场要求在交易单个股票期货时也使用与证券行业相一致的规则，包括禁止内部交易等那些并未在商品期货交易中使用的规则。保证金要求也与证券行业一致，比期货交易的水平要高得多。毫不奇怪，这些合约的交易很慢，交易量也很小。

在 20 世纪末，欧洲期货交易所已经取代了芝加哥在期货交易中的地位，成了全球期货交易的领先者，但其仍坚持在交易大厅公开叫价。1976 年芝加哥期货交易所（CBOT）成为首位在交易大厅使用电子价格展示的交易商，但其最为抵触使用电子化交易。很快，为显示态度，CBOT 又接入了芝加哥商业交易所的全球电子交易系统（Globex）。但上述努力都失败了。接下来，CBOT 又宣布与欧洲期货交易所合资，但最后也散伙了。洲际交易所（ICE）困于与纽约商品交易所（NYMEX）的官司中。ICE 指控 NYMEX 通过将其排除在 NYMEX 的报价接口外实施了垄断行为。2011 年，ICE 就接管了国际石油交易所。为与 ICE 竞争，NYMEX 从此时开始与北伦特油田签订贸易合同。ICE 同时也申述 NYMEX 为场外衍生品交易提供了清算服务并且计划为能源产品的场外交易建立电子交易平台。ICE 称这些服务都被非法尝试用于其他的合约。

传统市场

20 世纪 90 年代，竞争更加激烈并且威胁到了传统的股票交易市场。芝加

① 参见美国诉马斯腾案，170 F. 3d 790，797 n. 9（7th Cir. 1999）。

哥证券交易所、辛辛那提证券交易所、波士顿证券交易所和费城证券交易所要么已经交易，要么计划交易纳斯达克挂牌股票。纳斯达克为扩张业务收购了美国证券交易所（AMEX），但后来发觉这并非是一个良好的组合。纳斯达克后来花了两年的时间来出售 AMEX，但几乎没有找到有兴趣的潜在买家。在出售给位于芝加哥的 GTCR Golder Rauner 公司前，AMEX 的市价从 7 亿美元下跌至 1 亿美元，但最后这次交易也失败了，AMEX 只得出售给其内部成员。

1997 年，为提高定价效率，在证券报价中采用小数带来了意想不到的发展。在小数计价下，专家们可以通过轻微地扩大他们的价差来增加利润。NYSE 宣布其创设了一种名叫“信息开启”的服务，该服务向公众提供了原来仅限于专家们可阅读的信息。这些信息提供了关于市场深度的有用知识，也研究市场发展对价格可能造成的影响。长期以来，这些知识为专家们带来了很多优势。如果没有足够信息，小数交易将使股票定价变得更为困难，这次开放信息即是对上述担忧的回应。但“信息开启”服务并非实时服务。信息将延迟 10 秒被公众获知，这也使专家们能继续维持信息优势。

21 世纪初，在纳斯达克国家证券交易市场上有约 500 名做市商，在这个市场上挂牌交易的是规模较大的公司。每只股票至少有三个做市商，有的甚至有四十个之多。在 20 世纪末，美林证券以 9 亿美元的价格收购了赫佐格、海涅和格德尔德（Herzog, Heine & Geduld）公司。这家公司在 1915 年成立时名叫赫佐格公司，曾是纳斯达克市场上的第二大做市商。纳斯达克的做市商们尝试将做市补偿由以往的价差补偿转变为其他形式，如手续费。2001 年末，纳斯达克每日的交易量约为 17 亿股，相比之下纽约证券交易所的日交易量仅为 12 亿股，但在纽约证券交易所上市的公司市值较纳斯达克更大。纳斯达克市场的资金量为 2.7 万亿美元，纽约证券交易所的资金量为 12 万亿美元，但两者都从 2000 年开始减少。

国际证券交易所（ISE）从 2000 年 5 月开始运行，其是自 1973 年以来第一个在 SEC 注册的交易所，1973 年正是芝加哥期权交易所（CBOE）成立的年份。ISE 交易期权，其到 2001 年末已经占到了期权交易总量的 8%，当年的

合约总量已超过7亿美元。美林证券成为ISE的技术专家和做市商。ISE的其他做市商还包括摩根士丹利和瑞士信贷。CBOE占交易所期权交易量的40%，AMEX占26%。费城证券交易所和太平洋证券交易所则包揽了约13%的期权交易量。

电子化交易网络

20世纪末，电子化交易网络（ECNs）与证券交易所在交割执行方面展开了竞争。ECNs和其他替代交易系统承担了纳斯达克市场上超过20%的证券交易指令，承担了所有交易所超过4%的证券交易指令。SEC认为，对于某些证券而言，替代交易系统构成主要交易市场的威胁。在ECN上交易是指令驱动的过程。这意味着市场上没有像纳斯达克和纽约证券交易所存在的做市商或技术专家来维持被交易证券的双边市场。ECN市场上的流动性完全依赖于找寻一个有意买家或卖家来成为交易对手方的能力。在ECN市场上通过招标或邀约找寻一个交易对手可能比较容易，但在交易并不活跃的市场上可能就要困难许多。

使用ECN的包括智慧资本（Wit Capital）、极讯公司（Instinet）、彭博交易（Bloomberg Tradebook）、实现系统（the Attain System）、原酒系统（the BRUT System）和攻击系统（Strike System）。斯皮尔、利兹和凯洛格（Spear, Leeds & Kellogg）公司运营了一套叫作REDI系统的交互式电子交易网络，其用于处理通过精选网络（SelectNet，又一种ECN）和客户终端发来的混合订单。群岛（Archipelago）是一个快速成长中的ECN，其打算与太平洋交易所共同建立一个完全电子化的股票交易市场。就交易量而言，太平洋交易所是美国的第四大股票交易市场。新市场计划将客户的买单和卖单进行配对。太平洋交易所计划将其在圣弗朗西斯科和洛杉矶的交易大厅关闭，但继续保留期权市场。

高盛公司、美林证券、所罗门美邦公司、摩根士丹利添惠公司和伯纳德·马多夫证券投资公司组成了Primex Trading NA。这是一家为在NYSE、AMEX和纳斯达克上市股票提供电子化交易系统的公司。Primex通过竞价市

场对股票进行定价。这套系统对经纪商——交易商、机构投资者、做市商和其他专业交易人员都开放。使用 Primex 作出的定价比其他市场上的标价更为有效。第一批将在 Primex 上交易的股票是那些纳入道琼斯指数中的股票，之后还有标普 100 指数中的股票。

截至 2000 年，大约有 150 个电子交易系统为债券交易服务。接下来的两年，由于利率下跌，电子交易系统的数量几乎减少了一半。经纪公司致力于将客户指令的执行内部化。施瓦布公司在指令内部化的帮助下，从做市业务中获取了将近 10 亿美元的收入。借助该公司完全控制的附属企业——施瓦布资本市场，施瓦布获得了“内部化之王”的称号。该公司扮演了做市商的角色，并将许多指令进行配对。该公司引用其他市场的报价以保证客户们能获得最优的执行价格。包括美林证券、高盛和摩根士丹利在内的许多大型经纪公司致力于建立电子的中央极限下单系统（CLOB），因为这些公司宣称系统将会保证投资者在任何市场中都会接收到最优报价。但批评者坚称，他们这么做的理由是否定订单内部化以保证其中间人的地位。CLOB 可使经纪人在撮合配对或抵补客户指令下单时通过降价来最大限度地履行其交割执行义务。

纳斯达克通过开发自己的电子交易系统来回应 ECN 的威胁。纳斯达克是通过软银集团来进行上述开发的。软银集团由数家华尔街公司和道琼斯公司合资控股。软银集团拥有能将订单自动撮合配对的超级计算机。此外，纳斯达克也在考虑是否需要开发网络交易系统并且与极讯公司商谈将纳斯达克的股票交易集中化的问题。1999 年 12 月，纳斯达克宣布与 Primex 交易达成协议，将共同开发电子的拍卖市场系统用来交易那些上市股票。纳斯达克计划将系统进一步扩展以显示那些来自 ECN 市场的指令订单，这样一来投资者们就可以拥有更多的信息以确定更为合适的交易价格。通过一个名叫超级蒙太奇（Super Montage）的电子交易项目，纳斯达克与 ECNs 从此开始了竞争，超级蒙太奇（Super Montage）旨在显示最优的买卖价格、交易收益和与最优报价相差四个价差的价格。SEC 的主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）加入了这场讨论。他坚称电子交易系统应该实现集中化，这样所有的指令订单才能公开显示并且人人可知。莱维特担心市场的分散化将导致市场的无效率和非最

优的执行价格。这像是“中央市场”理论的再现，SEC在几十年前对机构投资者进行研究后得出了这个观点。这个方案假设投资者们在集中化的交易系统下将会接受更好的服务，因为集中化的交易系统能确保每个投资者的每笔交易指令都会按最优价格执行。

SEC说服了国会在1975年颁布了法令将创建一个集中化市场作为全国性的目标，但SEC不能清晰地说明该理论在现实中如何执行。结果，除了一些整合的报告和交易专家们的沟通，并没有要实现目标的实质性进展。反对集中市场体系的批评者们指出对市场分散化的担心实际反映了政府并不相信竞争是保持市场有效运行的最佳方法。毕竟，分散化是关于新竞争中心的反映。在所有场合下，SEC在受到国会和证券行业其他部门的批评反对后都放弃了莱维特的主张建议。

计算机之间不断增加的紧密联系使得长期以来存在的担心又开始出现，这类系统可能会减少公开交易量，降低市场透明度，最后带来不同的交易价格和市场的分散化。SEC的主席亚瑟·莱维特开始探寻公众关于在电子交易系统下市场应该如何构建和市场分散化将对竞争性的执行价格造成威胁的看法。莱维特的这种“命令与控制”倡议招致了大量批评。SEC后来采用了那种仅对ECNs实施少量监管的法规。从根本上来讲，那些法规允许ECNs不用在国家性的交易市场上注册就能进行交易，同样ECN也不会在证券交易中占据主导地位。在达到一定的交易量时，ECN的使用权必须得到开放。

在交易所常规的交易时间结束后，电子化交易是被允许的。但这同样也引发了关注。一项证券交易所成员的研究表明，交易中过大的价差将导致闭市后交易。在任何情况下，ECNs和网络在线交易都会在股票市场中引起动荡。意识到来自ECNs方面的压力后，证券交易所允许交易所向营利性机构方面改革。而在传统上，交易所都是非营利性的。此举旨在允许交易所增加资本并向有限公司方面转变以应对电子化交易市场方面的竞争。

纽约证券交易所也想朝公司化方向发展，但其努力被搁置了，纽约证券交易所现在仍是非营利性机构。这项决定给纽约证券交易所的掌门人理查德·格拉索（Richard Grasso）带来了许多问题。纳斯达克通过了出售市场部

分股权的私募融资方案，价值达3.18亿美元。这次重组旨在增加纳斯达克市场的竞争力。在其他市场上，公司化方案都被废弃或搁浅。芝加哥商品交易所是唯一在公司化方案中有所进展的。2002年，该市场进行了IPO上市且募资1.663亿美元。IPO在当时引起了热议，在上市第一天其股价就下跌了22%。

1999年2月，芝加哥股票交易所（前身是中西部股票交易所）的一个席位卖出了13.5万美元的价格。之前这个交易所席位卖出的高价是在1929年8月，当时售价为11万美元。交易所一直经营的不错，因为其可以通过互联网交易在纽约证券交易所、美国证券交易所和纳斯达克上市的股票。这也为在线经纪人带来了生意。芝加哥股票交易所为纽约证券交易所和纳斯达克的部分股票开启了两个小时的晚间市场。该市场的一天交易量因此达到了5 000万股。目睹了这样的交易数据后，纳斯达克也宣布延长交易时间，开办晚间交易。

经纪自营商

1999年，证券市场创纪录地盈利了160亿美元。大型经纪公司的高管人员都获得了大额的薪酬。美林证券的掌门人戴维·克曼斯基（David H. Komansky）1999年获得了2 930万美元的薪酬，是上一年的3倍之多。美林证券的首席财务官伊·斯坦利·奥尼尔（E. Stanley O'Neal）获得了1 910万美元。1999年，摩根士丹利添惠（现在的摩根士丹利）向其两位高管菲利普·珀赛尔（Philip J. Purcell）和约翰·麦克（John J. Mack）一人支付了2 600万美元的薪酬。

在投资银行中，高盛公司的兼并收购业务名列第一。在该项业务中美林证券位居第二且在2001年丢掉了其首席承销商的地位。花旗集团在挣脱《格拉斯—斯蒂格尔法案》的束缚后，打败了美林证券。《格拉斯—斯蒂格尔法案》限制了花旗集团参与承销业务。1999年通过的《金融服务现代化法案》（The Gramm - Leach - Bliley Act）允许银行广泛地参与到几乎所有金融服务中来。

证券交易委员会主席亚瑟·莱维特对股票经纪人同时扮演零售客户投资顾问的角色持批评态度。他宣称，小投资者通过信息追踪可以收集到可供投资的公司名单，以此来与专业的选股师竞争，这个观点无视现代资产组合理论。上涨的市场引起了人们对华尔街销售行为的关注。证券交易委员会的"大公司计划"决定25%的经纪自营分公司将接受检查，这导致了执法行动的介入。莱维特寻求对股票经纪人的薪酬制度进行改革，取消那些他认为会导致经纪人过度推销股票的佣金安排。但这并不成功。由莱维特任命，美林证券前负责人丹·塔利（Dan Tully）带领的行业蓝丝带小组为经纪公司建议了一些最佳做法。

全国证券交易商协会（NASD）的一项调查研究了66.3万名注册过的经纪自营商关联人。调查发现，在最近的5年内有2 751人遭遇过3次及以上的客户投诉和仲裁；有261人遭遇过3次及以上的调查或被采取监管措施；有1 198人因不当行为遭遇过2次以上的业务终止或内部审查。NASD修订了规则，对那些有上述行为的经纪人提出特别的监管程序要求。经纪公司在雇佣这些经纪人时必须提出更为强化的监管要求。

关于账务处理，大多数经纪人要求他们的客户同意关于索赔问题的仲裁方案。最高法院推翻了之前的裁决，开始执行此种协定，致使大量涉及经纪交易商及其客户的诉讼从司法系统中撤诉。由于市场下行，NASD的仲裁案数量在2001年上升了24%。这个数字在安然事件后的华尔街系列丑闻之后暴增，但在2003年下跌了60%。针对经纪自营商的仲裁程序由NASD和NYSE主导。由于将行业成员纳入了仲裁团，仲裁程序被批评为有亲经纪自营商的倾向。加利福尼亚开始了一项规定，当仲裁团成员被认为不再独立时，仲裁程序可以被取消，这样NASD的仲裁员就将不满足加州的标准。联邦地方法院认为，联邦仲裁法案和证券交易委员会对NASD仲裁项目的监管取代了加州的地方规定。在佛罗里达和马萨诸塞州类似的限制规定也出台了，要求客户们从NASD的仲裁中退出。

大约70%向经纪自营商索赔的仲裁在开庭前都得到解决或被驳回。在剩下的仲裁中，大约一半得到了损失补偿，但补偿数额不及投资者期望的那样

多。即便是这样，胜算率也让经纪公司十分困扰，经纪公司努力使惩罚性赔偿被允许，虽然这在仲裁中并不常见。仲裁裁决仅限于有限的司法审查，但客户们和经纪自营商们却越来越多地寻求此种审查，声称不利的裁决是在“明显无视”法律。

20 世纪 90 年代，在线交易已经对传统的全方位服务经纪公司构成威胁并且衍生了一种称为短线交易者的新投资者全体。2000 年，美林证券平均每笔交易收取的佣金为 200 美元，但在线经纪人可将佣金降到 10 美元之下。到 1999 年，有 110 家经纪公司已经允许客户使用在线交易或者“内部局域网”交易。约 540 万名投资者使用这些设施，但纽约市的总检察长艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）1999 年的一项研究发现，许多在线交易公司的广告宣传激发了较大交易量，但这些公司并未为这样大规模的交易做好准备。

NASD 和纳斯达克对短线交易者实施了更为严格的保证金要求，这些投资者都在避免追加保证金，因为他们的交易在日间就进行开仓和平仓，并不需要过夜。短线交易者面临着其他问题。研究表明，超过 90% 的短线交易者存在亏损。在最多的时候，约 40 万个短线交易账户在运作。但并非人人都适合这种短线交易。来自佐治亚州亚特兰大的短线交易者马克（“火箭”）巴顿在日间交易中损失了 50 万美元后，狂怒地杀死了他的全家和其他 9 人，另有 12 人受伤，之后他自杀身亡。

2001 年，纳斯达克的交易中有 45% 都是通过网络交易形式进行，纽约证券交易所也是如此，但因为市场的衰落其交易绝对量减少了一半。通过快进快出的交易方式，短线交易者与专业的做市商展开了竞争。纳斯达克的一些做市商因为共谋价格和扩大点差而被证券交易委员会罚款。价格共谋是对所谓小订单执行系统（SOES）强盗作出的反击，在市场中的大事件发生后，SOES 使用纳斯达克中自动化的小订单执行系统“摘取”做市商报价以避免报价在 SOES 中有变。这些问题导致了 NASD 的重组，新实体负责维护和管理纳斯达克证券市场。监管职能被置于另外一个单独的部门，纳斯达克监管部，这个部门由 SEC 的前专员玛丽·夏皮罗（Mary Schapiro）主管，市场营销则由另一个部门负责。

并购活动

20世纪90年代，华尔街的日子还很好过。1998年至2000年，每年的并购业务量达1.6万亿美元，是1993年并购业务量的6倍。中途也出现了一些曲折。联邦贸易委员会阻止了史泰博和欧迪办公之间的并购案，但2001年9月却允许了雪佛龙与德士古合并。当年，菲利普策石油公司与康菲公司也进行了合并。早些时候，在一场800亿美元的并购中，埃克森被美孚兼并。世通公司已经收购了超过79家的其他公司，但1997年其在价值345亿美元的并购中与MCI通讯公司进行了合并。1999年，世通公司尝试与电信运营商斯普林特公司进行合并，如果成功这将是美国历史上最大的并购案，但司法部门以反垄断的理由阻止了这一并购。阻止并购导致了世通公司的倒台，并且揭露出了如安然事件一样的丑闻。

康卡斯特公司以530亿美元的价格收购了第一媒体公司。波音公司于1997年收购了麦克唐奈道格拉斯公司，将全球大型飞行器制造企业的数量减少到了3家。欧洲的空客公司是幸存者之一。20世纪90年代，医药行业也在经历一场全球性的整合。辉瑞收购了华纳·兰伯特，之后又以600亿美元的价格收购了法玛西亚公司，其成为世界上最大的制药企业，年收入达到480亿美元。葛兰素威康与史克必成合并。汽车公司之间也在进行整合。戴姆勒奔驰公司收购了克莱斯勒公司。福特公司收购了沃尔沃、路虎、捷豹和韩国的大宇汽车。在福特广受欢迎的探险者车型中，由于普利司通公司生产的轮胎存在缺陷，汽车出现了侧翻问题。两个公司之间为谁该为轮胎问题负责进行了令人尴尬的争吵。普利司通公司从日本的母公司处注入了13亿美元的资金以处理由侧翻导致死伤的法律问题和一些大股东的集体诉讼。

21世纪以来，欧盟委员会加强了其在反垄断活动中的罚款力度，委员会对阿彻·丹尼尔斯·米德兰公司将食品添加剂价格固化施以重罚且对试图控制维他命市场的13家医药企业进行了罚款。虽然并购案已被美国当局允许，但欧盟委员会仍然阻止了通用电气公司以430亿美元的价格并购霍尼韦尔公司，导致了欧洲人专门针对美国公司，以遏制其增长的说法兴起。这将是历

史上最大的工业合并案。在与通用电气洽谈合并对价之前，霍尼韦尔早些时候还兼并了美国联合信号公司，并试图与美国联合技术公司合并。

在因拒绝霍尼韦尔和通用电气合并而饱受批评之后，欧盟委员会的态度又有所缓和。欧盟委员会同意了康柏和休利特帕卡德之间高达 240 亿美元的合并，但之后又对微软进行了攻击。虽然巡回上诉法院坚持微软是一个垄断企业，但微软有能力与美国政府斡旋解决垄断问题，同时拒绝接受下级法院的裁定将公司拆为两部分。上诉法院驳回了地区法院的裁定。在这个案子之后，托马斯·潘菲尔德·杰克逊（Thomas Penfield Jackson）对媒体的发言就带有对微软的偏见性表述。随后，司法部出面，以微软公司的微弱让步解决了此事。就微软案例，18 个参加反垄断诉讼的州，有 9 个拒绝同意和解方案，但联邦上诉法庭批准了解决方案。欧盟竞争管理局认为美国联邦政府对微软处以 6.03 亿美元并要求其公开源代码的行为是站不住脚的。微软公司支付了罚金并等待上诉，同时也向诺勒公司（Novell Inc.）支付了 5.36 亿元以避免欧盟采取行动。微软是唯一一个在欧盟受到攻击的美国企业。因为帮助香烟逃税走私进入欧盟，菲利普·莫里斯（Phillip Morris）被要求支付 12.5 亿美元。上述行为通过向欧盟的邻国进行过度供应来实现。

第 2 节　欺诈和滥用

欺诈计划

在 20 世纪末，甚至在安然丑闻之前，金融市场的欺诈行为就在迅速兴起。较为时兴的骗局包括互联网诈骗、吹捧致富计划的投资研讨会、在宗教群体和其他团体中通过亲近关系进行的有针对性的诈骗、不当销售和电话欺诈等。通过通道合同，大约 80 家公司为超过 65 岁并且健康状况不好的个人购买了人寿保险。通道合同在金融业中并不新鲜。在美国内战之前，为已经死亡的个人和不能缴纳保费的个人制作的保单就在伦敦市场上进行拍卖。潜在购买者愿意选择那些使得被保险人最有可能先死亡的保险。一名美国游客

1844 年目睹伦敦皇家交易所的类似拍卖之后评论说，“我似乎目睹了一场奴隶的拍卖会”，“在这种英国式的实践中我几乎看不到公正的存在”。另一个例子是，第一次世界大战退伍老兵因为在海外服役过获得了补贴，但这些补贴直到 1945 年或退伍老兵去世时才支付，故而这种补贴也被称作“墓碑奖金”。为减少投诉，联邦储备委员会被允许创建了一个担保计划，允许退伍老兵凭奖金证书获得短期贷款，贷款金额最高可以达到全部奖金总量的 90%。如果未支付，退伍军人管理局会将其处理好。但这并未减少投诉，道格拉斯·麦克阿瑟将军率领的奖金部队的路径成为大萧条中悲情的又一部分。

20 世纪，艾滋病人因为出售其保单而饱受责难，同时，一名退休人员将价值 50 万美元的人寿保单以 75 775 美元的价格出售。SEC 声称，贴现保单是受联邦证券法监管下的证券，正寻求对贴现保单的欺诈行为进行索赔。1996 年一名联邦法官拒绝了这一要求，但 SEC 在继续跟进这个问题。弗雷德里克·布兰道（Frederick C. Brandau）因保单贴现投资骗局欺诈投资者 1.15 亿美元在美国被起诉后，他从哥伦比亚返回。布兰道在投资者那里拿到了钱但是没有去买人寿保单。他将钱花在了汽车、飞机、直升机和豪宅上。SEC 对罗德岱堡（Fort Lauderdale）的共同利益公司提起诉讼。SEC 控诉这家公司欺骗 2.9 万名投资者购买超过 10 亿美元的此种保单。汤加政府先前承诺了会产生大额利润，但事实上却在加利福尼亚州彭格罗伍的生命健康科技公司的保单贴现合约上损失了 2 400 万美元。SEC 起诉这家公司及其总裁杰西·迪安·博格多诺夫（Jesse Dean Bogdonoff）存在欺诈。因替生命资本公司销售贴现保单，两人被判有罪，三人被佛罗里达州检察机关无罪释放。

银行监管者则因贷款欺诈对中国银行纽约分行处以了 2 000 万美元的罚金。另外，联邦调查局（FBI）揭开了 21 世纪一场全球性的贵金属交易欺诈，涉及的银行包括摩根大通、佛雷特波士顿金融集团、PNC 金融服务集团，涉案总金额高达 10 亿美元。犯罪分子使用了许多虚构的贸易公司在新泽西之外进行操作。

法国银行的总裁克劳德·特里谢（Jean - Claude Trichet）在担任法国财政部部长期间有一些行为受到质疑。他被控早在 20 世纪 90 年代曾帮助掩盖里

昂信贷许多的金融问题，当时里昂信贷处于法国政府的控制之下。特里谢是担任欧洲中央银行（ECB）的头号候选人。特里谢被宣告无罪，同时获得了ECB的行长职位。执行人寿保险公司（The Executive Life Insurance Company）是涉及里昂信贷的另一起丑闻的中心。执行人寿保险公司将垃圾债券组合以30亿美元的价格卖给了里昂信贷，里昂信贷被法国政府所拥有。里昂信贷之后又将债券转售给法国商人弗朗克斯·皮诺（François Pinault），这名商人是法国总统雅克·希拉克（Jacques Chirac）的朋友。皮诺从这笔交易中获利颇丰，导致美国政府和加州州政府宣称这种安排具有欺诈性。上述部门还认为，通过第三方机构保险公司悄悄地控制里昂信贷，这违反了州和联邦的法律。法国政府和皮诺达成了一项7.7亿美元的协议。皮诺同意支付协议中的1.85亿美元。里昂资本同意对三项重罪指控认罪。加利福尼亚保险部门提起了另一项相关的民事诉讼，为法国政府和里昂信贷之间的6亿美元支付寻求和解。在这场交易中，加利福尼亚的陪审团发现皮诺名下的投资公司是被告人，也存在责任。此事件导致法国政府和美国当局之间出现了诸多怨恨。

在美国司法体系中，皮诺还存在很多问题。他在著名的艺术和古董拍卖行克里斯蒂拍卖行拥有较大股份。77岁的阿尔弗雷德·陶布曼（Alfred Taubman）是一家竞争激烈的拍卖行——苏富比拍卖行的总裁，他被控告在20世纪90年代与克里斯蒂拍卖行勾结在艺术拍卖中操纵卖者的佣金。克里斯蒂拍卖行将总裁和首席执行官的职责分离了。这是公司治理倡导者的普遍建议，但这并不是克里斯蒂拍卖行改革的内容，因为正是这两位成员设计了操纵价格的方案。美国政府并未起诉位于伦敦的克里斯蒂拍卖行，因为其向美国政府提供了关于苏富比拍卖行总裁的一些证据。克里斯蒂拍卖行的首席执行官克里斯托弗·戴维奇（Christopher Davidge）从东家手里获得了数百万美元的遣散费，同时美国政府为了让他指认陶布曼还对他进行了豁免。苏富比拍卖行的首席执行官迪迪·布鲁克斯（Dede Brooks）也与政府达成了有关指认陶布曼的协议。她被软禁在其曼哈顿的豪华公寓中六个月。她的兄弟安德烈·德怀尔（Andrew Dwyer）也正处于1992年关于牙买加水房地产公司会计丑闻的中心，在牙买加水房地产公司倒闭前其还披露有36亿美元的收入。一位在

安然事件后出现的反垄断律师戴维·鲍尔斯（David Boies），对克里斯蒂拍卖行和苏富比拍卖行提起了总额达5.12亿美元的集体诉讼。

庞氏骗局

美国金融受庞氏骗局困扰已久。"'旁氏骗局'的叫法源于一位叫查尔斯·庞兹（Charles Ponzi）的波士顿骗子，他的自有资本仅有150美元。庞兹开始以自有本票的形式借钱，许诺90天的应付利息高达100%。自1919年起，庞兹以用新投资者的钱偿还到期债务的形式，在8个月内募集到了1 000万美元。"[1] 庞兹通过他的证券交易公司（希望证券交易委员会没有为该公司命名）来实施骗局。庞兹声称投资于高额回报的国际回信邮资代价券。1905年，国际邮政联盟（Universal Postal Union）在罗马签署了相关条约，由此产生了这种代价券。该条约允许一个国家的寄信人在想提供包含优惠券的回信邮资时可以在收信人的国家将邮票赎回，从而避免了将现金封入信封并且要转换成收信人国家的货币再购买邮票的麻烦。国际回信邮资代价券在一定的汇率下是可赎回的，但在第一次世界大战后包括意大利在内的许多国家遭遇了汇率贬值。庞兹认为自己可以用贬值的意大利货币购买代价券，再在美国将它们赎回，这样就可以在罗马条约设定的汇率和真实汇率之间进行套利，从而从罗马条约中获利。唯一的问题是，该代价券只能用邮票进行赎回而不能用现金。庞兹解决不了这个问题，但也没有告诉投资者他的方案中存在这个障碍。事实上，他仅仅是用新投资者投入的钱来归还欠下旧投资者的钱，旧投资者获利后又游说更多的人进行投资，高峰时每周可募集100万美元，这样一直到骗局崩盘。

庞氏骗局真正流行是在20世纪90年代市场开始出现和已经出现泡沫后。纽约证券公司（The Republic of New York Securities Corp.）承认了证券欺诈等两项重罪，并且为马丁·阿姆斯壮（Martin Armstrong）利用现有设施实施掠夺赔偿6.06亿美元款项。他实施旁氏骗局耗费了日本的机构投资者7亿美

---

[1] Joseph E. Stiglitz, *The Roaring Nineties*, p. 122.

元。银行被指控帮助阿姆斯壮向日本机构投资者隐瞒损失，他们宣称阿姆斯壮盈利，事实上他已经损失了几乎所有的钱。在另一场庞氏骗局中，马丁·弗兰克尔（Martin Frankel）从个人投资者手中获得资金用于投资，之后又用这些钱购买了位于南部的保险公司。这些保险公司为低收入群体的丧葬提供小额保险。弗兰克尔利用这些保险公司的现金流来维持庞氏骗局，同时支持他本人及女友的奢侈消费。他试图通过虚构的财务报表来掩饰自己的行为，并且声称与教会信托存在联系，以此为幌子来转移监管注意力。弗兰克尔逃逸后在德国被捕，被捕时身上持有12本不同名字的护照和价值数百万美元的钻石。他及其律师约翰·乔丹（John Jordan）都被控诉欺诈。弗兰克尔被判监禁17年。

帕特里克·班尼特（Patrick Bennett）因与美国历史上最大的庞氏骗局有关而被裁定有刑事违法行为。他通过将本不存在的办公设备租约和免税的纽约交通管理局（New York Transit Authority）租约证券化后出售，骗取了投资者7亿美元。班尼特将大量资金投资于赌博和娱乐，最后以失败告终。他被判在监狱服刑30年。威廉·格伦（William H. Goren）通过新时代金融服务公司（New Age Financial Services Inc.）来实施旁氏骗局，其从1990年到2000年敛财3 500万美元。投资者们拿到了承兑票据并且承诺将获取12% ~25%的收益。

联邦检察官指控在1999年10月，股票营销人参与此次旁氏骗局的资金量大约3亿美元。SEC对因弗国际公司（InverWorld Inc.）提起了诉讼，这家公司在墨西哥欺骗了客户4.75亿美元。另一个流行的欺诈方式是公司在签发承兑票据后卷款潜逃。许多类似的做法都叫做庞氏骗局。35个州证券管理部门都收到了关于类似活动的投诉。

雷蒙德·莫尔（Raymond Mohr.'s）的庞氏骗局从1993年到2001年募集了310万美元。劳伦斯·巴斯（Lawrence Barsi）单独实施的另一个旁氏骗局在20世纪80年代后的14年里募集到了250万美元。杰瑞·沃马克（Jerry A. Womack）从1997年到1999年骗取了400名投资者1 900万美元。他声称他的“沃马克陶氏原理”将产生大量利润，并谎称在纽约证券交易所保留了

经纪人席位来执行交易。这是传统的庞氏骗局手法，部分投资者确实获取了高额回报，但绝大多数资金用于支持沃马克的奢侈消费，包括支付妻子的整容手术账单和购买珠宝和艺术品。

电子欺诈

21世纪初，信用卡诈骗就高达13亿美元。支票欺诈涉及了190亿美元，银行盗抢大约又损失了6 400万美元，但恶性抢劫在数量上有所下降。洛杉矶在20世纪90年代将银行抢劫案数量降低了400%。电子盗抢现在又构成了一种新威胁。1999年，一群犯罪分子从花旗集团获取了3 700万美元。钱通过银行的资金转账业务获取。在上述资金中，可疑的是一家银行归还了2 200万美元，但个人可从收到这些资金的一家土耳其银行支取另外的1 500万美元。

在20世纪末30个月的时间内，州和联邦当局指控了1 000起电话推销诈骗案件。监管人员声称，在20世纪末，微型股票诈骗金额一年高达20亿美元，投资者们每小时就被诈骗100万美元。SEC每天都收到超过120件关于互联网证券诈骗的投诉。SEC创设了一个名叫互联网执法办公室的特殊部门，并指派200名律师和分析师来应付这种“网络的力量”。1998年10月，SEC对44名个人因互联网欺诈提起了23项控诉。指控包含使用垃圾邮件进行诈骗。1999年5月，SEC指控了26个公司和个人出售未经注册的证券，并通过互联网进行诈骗。到那时，SEC总共提交了80件涉及网络诈骗的指控。之后出现了更多的指控。互联网聊天室也是提供投资建议的一个来源。一个名叫东京乔股份有限公司（Tokyo Joe's Societe Anonyme）的聊天室被SEC指控欺诈性兜售股票而遭到关闭。付费用户每月将支付100～200美元来订购网站的股票提示，这些股票提示是云秀苑（Yun Soo Oh Park）的产品。当付费用户对他的推荐建议进行反馈时，他没有透露他是否购买自己兜售的股票，也没有透露自己是否从价格上涨中获利。

滥用互联网包含通过网络赌场进行赌博，发行未经注册的证券和经纪人根据特定证券的表现提出未经授权的要求。一个案例中，SEC指控嫌疑人通过互联网向2 000名投资者出售了300万美元的未注册证券。投资者被告知他

们可以从世界范围内的电话彩票中获取大额利润，电话彩票将使用900号码进行支付。这只彩票虚假宣称其有3亿美元的收入。公司也没有披露这个方案中的法律、监管和技术上的障碍。互联网欺诈蔓延到了拉美。SEC指控一名个人通过互联网吸收资金再投资于两家哥斯达黎加公司，在其中他虚假宣传其与连锁超市A&P签署了分销合同。SEC指控的另一名被告是通过互联网吸收资金为在多米尼加修建乙醇厂融资。投资者被允诺回报率高达50%。在另一个互联网欺诈案例中，被告通过巴拿马的壳公司出售债券。投资者被告知其进行的是一场无风险投资，并且被承诺年收益率将达到11.75%。推销人员宣称公司是在为拉美的收益提供资金。公司宣称将出版一本名叫《世界金融报告》（*World Financial Report*）的杂志并将从中筛选文章登载到网上，从而为其发行的债券进行宣传。

另一互联网丑闻是关于使用虚假报告。一名在北卡罗来纳州的罗利被捕，原因是在其雇主的收购案中使用虚假报告，该报告据说由彭博新闻社发布。这个伪造的声明用来推动员工持有本公司的股票。"网络诽谤"的策略被用于操纵卖空交易。普莱斯特克公司（Presstek Inc.）1997年向数名个人提起诉讼，声称他们在互联网上散布有关公司的虚假财务报告，因为他们本身就是卖空者，想借此大赚一笔。2000年8月26日，在一篇虚假新闻稿发布后，光纤生产商伊美莱丝公司（Emulex Corp）的股价在15分钟内从每股103美元跌至每股45美元。报道声称该公司将重新发布盈利数据且其首席执行官将辞职。

州和联邦当局的监管机构对针对老年投资者的承兑票据诈骗进行了清理。世界范围内的清理在28个国家中开展，对那些互联网欺诈者进行追踪。参与的政府机构包括英国公平贸易局（Officeof Fair Trading in England）、韩国公平贸易委员会（South Korea's Fair Trade Commission）和美国联邦贸易委员会（Federal Trade Commission in the United States）。到1999年，网络犯罪达到了2.66亿美元。各方采取的努力并没有阻止互联网欺诈行为，SEC并无力应付这个新兴问题。相反，SEC为追踪证券欺诈而对网站和聊天室的监控被批评为侵犯个人隐私。

抽放水计划

20世纪90年代，抽放水计划被用来操纵小盘股股价。一位SEC的官员坦言，互联网正在成为新千年的“锅炉房”。2000年3月，SEC对乔治敦（Georgetown）的一些法律学生采取了执法行动，其中一个学生的母亲购买了低价股，在互联网上散布谣言并继续购进股票。之后股价回升走高，他们就可以出售股票。学生们创建了一个叫作快速交易（FastTrades. com）的股票信息网站，网站已有超过9 000名的在线订阅用户。学生们在四只股票上交易了35万美元。在另一起案例中，两名个人因通过成千上万的电子邮件推销低价股票而在2000年2月被起诉。那些股票本身不值钱，但被告却抬高股价以使自己从持有的股票中盈利。2000年9月，一名15岁的新泽西男孩被SEC指控通过在互联网上实施抽放水计划来操纵股价。他承认从中盈利28. 5万美元。一名17岁的高中生科尔·A. 巴尔蒂罗莫（Cole A. Bartiromo）通过网络抽放水计划欺骗了1 000名投资者。在SEC提起的诉讼中，他被要求缴纳120万美元的民事罚金。

巴朗公司（A. R. Baron & Co.）1996年破产，但已是在操纵数只股票价格之后。公司的销售队伍在没有授权的情况下用客户的账户买卖股票。当客户发现后投诉时，股票已被转移到公司的差错账户中，当股价下跌时，公司就被牵连破产了。巴朗公司（A. R. Baron）通过贝尔斯登（Stearns & Co.）来清理其证券交易，贝尔斯登向SEC支付了3 850万美元用以解决破产引发的诉讼问题。在另一个案例中，纽约的陪审团要求贝尔斯登向一名加拿大投资者支付1. 645亿美元。那名叫亨利克·亚特可夫斯基（Henryk de wiatkowski）的投资者是卡柳梅特（Calumet）拥有多家农场的富有商人，卡柳梅特农场位于肯塔基（Kentucky）莱克星顿（Lexington），以饲养纯种马而著名。1994年到1995年的5个月内，他损失了2. 15亿美元的交易资金。联邦巡回法院驳回了上述裁定，但放弃了这个案件。贝尔斯登依旧是一个很有主见的公司。其永久首席执行官艾伦·格林伯格［Alan（Ace）Greenberg］要求员工将其收入的4%捐赠给慈善事业。

抽放水计划经常与传统的锅炉室有关，锅炉室雇佣了上百名销售人员通过高压销售来抬高价格。此类公司的做市商是用作抬高价格的。由 SEC 和司法部门组成的联合调查对涉嫌空壳欺诈的 63 名个人采取了行动。（迈尔斯公司 H. J. Meyers & Co. Inc.）是因抽放水计划被控诉的多家公司之一。这家公司在其操纵的证券中保有一定的市场且通过自己的销售队伍采用高压销售策略以不断上涨的价格向客户兜售股票。

锅炉室名单不断增多，还包括巴迪摩证券和梦露派克证券公司。史崔顿·欧克蒙（Stratton Oakmont）公司是一个臭名昭著的“锅炉房”，其通过抽放水策略向不知情的投资者倾销股票。那家公司的数名经纪人都被关进了监狱，如史蒂夫·马登（ Steve Madden）也卷入诈骗中。他是一个著名的鞋履设计师，而且是一家公司的负责人，该公司还以他的名字命名。马登收到 SEC 的命令，禁止其在 7 年之内担任任何一家上市公司的高管或董事。玛莎·斯图沃（Martha Stewart）在揭露安然丑闻中因妨碍司法被定罪后，其与马登一样被作为从高峰陨落的典型。

曼哈顿州的地方检察官罗伯特·摩根索（Robert Morgenthau）使用该州的马丁法案来对抽放水计划提起指控。一个他所在办公室起诉的著名案例是关于一家叫“金人”（A. S. Goldmen）的公司。这家公司打着高盛公司（Goldman Sachs）的旗号，实际却与高盛公司没有关系，金人公司的经纪人欺诈了客户 1 亿美元。金人公司的总裁安东尼·马尔恰诺（Anthony Marchiano）被判入狱 10 ~ 30 年。他的弟弟同样入狱，金人公司的 24 名经纪人因与欺诈活动有关而被提起刑事诉讼，在指控中他们表示认罪。

杜克公司（Duke & Co.）操纵了 6 只股票，作为这些股票的承销商，该公司将价值 6 亿美元的股票出售给了公众。公司里的 24 名经纪人被判犯有重罪。摩根索起诉并认定该公司的董事长维克多·王（Victor Wang）有罪，维克多被判处监禁 7 ~ 22 年。斯特林·福斯特（Sterling Foster & Co.）是又一家因利用高度结构化的锅炉室策略来操纵其承销股票股价的经纪公司。21 名个人因参与相关欺诈活动被判入狱。

在对健康科技国际公司的股价操纵中存在有组织的犯罪。在认罪的个人

中，有纽约甘比诺犯罪团伙的成员，有博纳诺犯罪团伙的成员。同时，甘比诺犯罪团伙也被指控提供欺诈性的投资建议。咨询师默罕默德·阿里·汗（Mohammad Ali Khan）从其客户那里掠夺了许多钱，这些客户包括一些黑手党成员。

2000年6月，DMN资本公司（DMN Capital Investments）和120名个人被起诉违反诈骗法，其操纵股票并骗取投资者计逾5 000万美元。检察机关指控，DMN资本公司被五个有组织的犯罪团伙控制，其使用暴力和恐吓来实施欺诈。纽约警察工会主席托马斯·斯科特（Thomas J. Scotto）被认为是上述案件中未被起诉的同谋。有组织的犯罪并不仅仅存在于操纵股票者。1999年，摩根士丹利的交易员也将戴尔和其他公司的股票作为股价操纵的对象。他们的交易影响了整个纳斯达克100指数的计算。

其他问题

信诚保险公司2001年倒闭了。这家宾夕法尼亚保险公司被索尔·斯坦伯格（Saul Steinberg）所控制，他是一个有些声望的公司蓄意收购人，在早些年的时候想收购华特迪士尼化学银行（Walt Disney and Chemical Bank）而未果。斯坦伯格被诉掠夺信诚的资产。宾夕法尼亚的保险部门声称，信诚的会计师事务所德勤公开声称公司有足够的流动资金来保持偿付能力，但私下告诉风险投资公司KKR集团（Kohlberg Kravis & Roberts，KKR）的代表信诚有3.5亿美元的资金缺口。之后，KKR就开始考虑部分购买信诚了。

运通公司（AMEX）也爆发了一起丑闻。Spear Leeds & Kellogg因为没有对其掌管交易所清算业务的主管行为进行监管而被运通公司创纪录地罚款100万美元。该主管未经雇主同意参与到了另一家公司的交易业务中，他通过将丢失的交易置于另一个成员的账户中为那家公司赚取了不少欺诈性利润。安然事件后，相同的问题也出现在了纽约证券交易所。

因在货币交易业务中收取固定佣金，5家德国银行被罚了9 000万美元。联合利华（Unilever）以对其养老金计划管理失职为由起诉水星资产管理公司，这家公司属于美林证券。美林证券同意支付1.07亿美元来解决这

次诉讼，金额是联合利华要求赔偿损失的一半。美林证券的一名经纪人塔妮娅·托鲁埃利亚（Tania Torruella）在其被解雇后成为多笔诉讼的主体。塔妮娅代表客户进行了许多交易，在高科技股票的投资中遭受了巨大损失，美林证券向那些损失的客户支付了超过1 800万美元。受害者也包括塔妮娅的亲属。

位于芝加哥的期货经纪商瑞富公司（Refco Inc.）被判支付4 300万美元。该债务与著名基金经理杰·戈尔丹热（S. Jay Goldinger）的商品交易活动有关。芝加哥贸易委员对瑞富罚款100万美元，CFTC以瑞富与该交易员有关而向其罚款600万美元。因参与到欺诈活动中，纽约证券交易所向潘恩·韦伯（Paine Webbe）的经纪人恩里克·普卢思卡（Enrique Perusquia）罚款4.29亿美元。雷曼兄弟的流氓经纪人（Frank Gruttadauria）在15年中掠夺了其客户账户中的1.15亿美元后，逃逸了。他最终向联邦当局自首。那些遭受损失的客户面临不同的结果。行业仲裁团判一名客户获得了1美元的损失赔偿和70万美元的律师诉讼费。

北卡罗来纳州（North Carolina）罗利市（Raleigh）的理查德·布莱克（Richard Blech）被诉欺诈，其与利用假公司、假银行在一个虚构的国家里开展离岸投资的计划有关。布莱克及其他的公司、信贷银行（Credit Bancorp）被诉欺骗客户多达2.1亿美元。被担保和用作贷款的客户资金最后被布莱克和其同事用于个人消费。布莱克承认关于欺诈的指控。北卡罗来纳的官员宣布逮捕了一个团伙，该团伙在美国各地旅行，以大规模伪造薪水支票。

高管薪酬

20世纪90年代，当市场繁荣时，首席执行官的收入水平上涨2 500%，这招致了许多公司治理改革者的批评。一个大型公司首席执行官的收入平均水平超过了600万美元。在安然及其他公司里，高管薪酬达到了非常高的水平。SEC很早就要求上市公司在其财务报表里披露前四位高级管理人员的薪酬。1992年，SEC扩充了这一要求，发放给高管人员当作补偿的股票期权也要进行信息披露。SEC要求在被公司授予期权的股票市场指数和同业公司指

数之间进行比较，同时描述决定首席执行官薪酬的考虑因素。

SEC相信公布一揽子收入带来的尴尬将导致高管们的收入趋于合理。该机构还认为，信息披露将给管理层带来压力，以使其建立一个独立的薪酬委员会来对高管薪酬开展检查。遗憾的是，对高管们的收入披露要求与SEC想要的效果相反。事实上，即使是最过分的收入被披露后也是合情合理的，因为它毕竟被披露了，并不存在犯法。使用包含外部委员的独立的薪酬委员会只是提供更多的掩饰而已，因为外部委员也想取悦首席执行官。更糟糕的是，信息披露创造了一种竞争的情绪，在这种氛围下高管们都将他人看作拥有最优薪酬的人。

在安然事件及其他丑闻中，股票期权都是罪魁祸首。期权赋予高管们以一定的价格购买一定数量股票的权利。如果实际股价高于预先设定的价格，高管们通过行权获得股票再将股票出售后获利。“将股票期权视为薪酬的一种形式超出了19世纪80年代‘股东价值’运动的范畴。期权将管理者的利益和股东的利益看作是一样的。这是一个非常吸引人的观点，但事实证明是一个有深刻缺陷的观点。”[①] 包括哈佛商学院的迈克尔·杰森（Michael Jensen）（他现在后悔担任该职位）和罗彻斯特大学的凯文·穆菲（Kevin Murphy）在内的改革者认为仅仅给管理者们薪酬激励并不能提高公司股价，而股价却是股东们最为关心的。改革者们认为，管理人员们闭着眼拿着高薪还一边打着高尔夫，而非加班加点忙于公司管理。他们认为，如果期权构成了管理者们薪酬的重要组成部分，高管们就有强烈的动力来努力工作以提升股价，这也符合股东的利益。瞧，这样所有的问题就都解决了。

改革者们意识到大公司里的管理者们并不愿意放弃数百万美元的年薪交换公司的股票。所以需要以《1993年综合收益调整法案》的形式来推动这些管理者。法案禁止扣除高管们超过100万美元的薪酬或其他未经股东批准的无效激励。这使得股票期权对于爱冒险的高管们非常有吸引力，因为这种激励性薪酬没有过多限制。后安然时代的金融经济学家圆桌会议认为，在税法

① Ken Auletta, *Media Man*, p. 131.

上的变化鼓励使用期权和其他不受100万美元上限约束的“建立在绩效基础上”的规定。期权行权时要求高管们支付现金来购买股票，这又增加了对资金的需求。如同在安然公司里发生的，问题很容易就被解决了，公司放一笔贷款给有需要的管理人员，贷款可用公司的股票支付，虽然不叫薪酬但却有效地耗尽了公司的财力。另一个值得关注的问题是，在发行新股时行使股票期权会稀释每股收益，也对股价构成下行压力。为避免这些不利影响，许多公司会回购自己的股票，有时也会引流需要的资金。

对于管理层来说，股票期权有另一个优势：这些薪酬在公司的利润表中将不再被视为费用。这意味着这些薪酬将不会减少收益，比起将薪酬费用化处理而言，这使得管理层可以披露更高的收益。更高的收益将推动股价进一步上涨，管理者们期权的价值在未来也将进一步提升。举例而言，雄心壮志的互联网公司思科（Cisco Systems），声称其一年盈利46亿美元，但如果将期权费用化，则公司会面临27亿美元的损失。另一家互联网公司雅虎（Yahoo Inc.）宣布一年盈利7 100万美元，但如果期权费用化，则面临13亿美元的损失。

改革者们的梦想甚至还面临着更黑暗的一面。SEC要求上市公司每季度披露利润数据。金融分析师和基金经理会紧跟这些报告。安然公司及其他公司的管理层都会变得“专注于”公司的季度利润数据，因为基金经理和金融分析师会要求利润每季度都增长，否则他们就会清仓股票，这会导致股价急剧下跌。股价下跌会使高管们的期权毫无价值，会给他们带来数百万美元的损失。调查证实，为了满足季度盈利目标，公司往往会放弃长期增长，但生意一般不会以季度为单位来开展。有生意好的季度，也有生意不好的季度。就如同时代华纳（Time Warner）的总裁理查德·帕森思（Richard Parsons）后来所言：“作为管理者，我们必须处理许多紧张情绪。但我们不是夸特马。我在某处读到，夸特马在短距离冲刺中是世界上跑得最快的动物。因为无穷的动力以及不断增长的市场需要逐季表现良好，但这可能损害长期增长的

潜能。"①

战略性的商业目标需要数年才能实现，但管理层被那些需要持续满足的季度目标所困而不得已脱离那些长期目标。更糟糕的是，安然公司及其他公司的管理人员开始"管理"和"平滑"盈利数据以确保他们的公司每季度能恰好满足分析师们的"共识"期望。许多公司都会逐季满足公众的期望。当经济开始下行时，实现这个结果变得越来越复杂和充满争议。

20世纪末，大约80%的管理者薪酬以股票期权的形式来支付。20世纪90年代，雇员们收到的股票期权从100万美元增加到1 000万美元。平均而言，标准普尔500指数的公司每年向雇员们奖励期权的价值高达1.7亿美元。20世纪90年代，管理者们的薪酬上涨了几乎450%，从平均200万美元涨到超过1 000万美元。部分薪酬甚至令人难以置信。甲骨文公司（Oracle Corp.）的总裁拉里·埃里森（Larry Ellison）在其公司股价下跌57%的时候，一年通过期权获得的收入仍高达7.06亿美元。华特迪士尼公司（Walt Disney Co.）的总裁迈克尔·埃斯纳（Michael Eisner）在2000年行使了价值6 000万美元的期权后，还额外持有价值2.66亿美元的期权。对埃斯纳来说这只是小钱；在1998年他获利5.75亿美元，到2003年他在迪士尼获得的薪酬已超过7.5亿美元。花旗集团的桑福德·威尔（Sanford Weill）以总额超过10亿美元的薪酬击败了上面的数字。戴尔电脑公司的迈克尔·戴尔（Michael Dell）一年获得2.33亿美元的报酬。查尔斯·司华伯（Charles Schwab）获得的1.7亿美元的收入，大部分是以期权的形式发放。太阳微系统公司（Sun Microsystems）史考特·麦克里尼（Scott McNealy）的收入是1.4亿美元，高通公司（Qualcomm）欧文·雅各布斯（Irwin Jacobs）的收入是9 600万美元，百事可乐（Pepsi Co.）的韦恩·卡洛维（Wayne Calloway）持有的期权价值相对较少，只有6 400万美元。

20世纪90年代，过度薪酬已经变得较为常见了。绿树金融（Green Tree Financial），现在变成康赛可投资公司（Conseco Inc.）的总裁劳伦斯·科斯

① Roger Lowenstein, *Origins of the Crash: The Great Bubble and Its Undoing*, p. 44.

(Lawrence Coss) 1996年的奖金就高达1.02亿美元，在其任期内报酬总额高达2亿美元，其在公司账上留下了200亿美元危害极大的次级贷款。那些高风险贷款产生的原因是，公司利用了可以报告短期大额利润的会计规则，牺牲了长远前景而买下了一枚短期炸弹。要么授予超过100万股的巨额期权，要么进一步扩张。埃斯纳在迪士尼一年中获得了800万股的期权。而胜腾集团（Cendant Corp.）的总裁亨利·西尔弗曼（Henry Silverman,）获得的期权高达1 400万股，当胜腾公司股价下跌时，他又被给予了更低价位的更多期权。总体而言，他的报酬总额超过2.6亿美元。

即便公司损失了10亿美元，思科公司（Cisco Systems）的约翰·钱伯斯(John T. Chambers）仍获得了1.54亿美元的收入。海因茨公司（H.J. Heinz Co.）的总裁安东尼·赖利爵士（Anthony O'Reilly）在6年多的时间里获得了1.82亿美元的报酬，即便在该公司利润大幅下降时期。通用电气的杰克·韦尔奇（Jack Welch）在10年多的时间里获得了超过4亿美元的报酬，他至少为公司创造了价值，也提振了股价。虽然公司亏损且股价从60美元下跌到7美元，但电子贸易公司（E * Trade）的克里斯托·科萨克斯（Christos Cotsakos）仍拿着8 000万美元的报酬。他被罢免且同意偿还公司460万美元，因为其未经批准使用公司的直升飞机，并且未经董事会批准擅自进行了慈善捐款。

《金融时报》（*Financial Times*）的调查反映，早于2002年8月的前3年里，大公司的高管和董事纷纷下台并接受调查（如安然公司、世通公司和环球电讯)，但收到的报酬却超过33亿美元，且绝大多数是以期权的形式。一些公司里的管理人员甚至收到了“重载”期权，即在行使已有期权时又给予了新期权。“重置”期权也很盛行。当公司股价下跌时，这些期权会下调行权价格，使得公司的管理人员即便不能为公司带来股价的上涨，其也可从期权中获利。如果行权后股价上涨，一些公司还允许其管理人员撤销上一次的行权交易。SEC要求这些公司对股东披露上述行为。

期权对于新成立公司而言有特殊的优势，比如那些在20世纪90年代带来市场繁荣的公司。那些公司没有资源来吸引那些有才能但需高额薪水的管

理者和员工。他们只能通过给予期权来替代薪水，激励他们在公司股票上市后从期权中获取利润。一个有名的例子是，安妮·史杰琳（D'Anne Schjerning）是摩西通讯公司（Mosaic Communications）一名管理人员的秘书，她被给予了期权来替代加薪。1995年公司以网景公司（Netscape）的名字上市时，她立马变成了百万富翁。微软公司一家就通过期权产生了2.1万名百万富翁。这个数字是它员工总量的2/3还多。

期权费用化

随着期权的给予，高管薪酬的规模越来越大，这很快引起了改革者们的批评，这些改革者同样也是首先主张使用期权的人。改革者们试图通过将给予管理人员和员工们的期权费用化来遏制期权的使用。这将会减少盈利并通过向管理层施加压力来限制期权的发放。不然的话，分析师们的期望又要落空了，管理者们从期权中的收益将几乎为零，除了上限为100万美元的工资。

会计行业的主体——美国财务会计准则委员会（FASB），1995年就提出了应该要求上市公司将期权费用化，这远比安然公司倒闭后公众视野才聚集到这个问题上要早。这一提议遭到了来自美国企业的强烈反对。反对者们“甚至策划了一个公众集会来证明草根人士对股票期权也是支持的。作为加利福尼亚州的财政部部长和一个传奇的民主党州长的女儿，凯瑟琳·布朗（Kathleen Brown）对欢呼的人群大叫‘放股票一条生路!’（据言，这是自复式记账法诞生以来反对会计准则的第一次大规模集会）。”①

甚至连20世纪90年代激进的美国证券交易委员会主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）也站出来反对将期权费用化，向会计行业施加压力要求其放弃期权费用化计划。安然事件后，莱维特态度出现了逆转。他声称，国会议员曾强迫他反对这个计划。在任何时候，法案都禁止费用化的要求。这受到了创业公司的强烈支持，因为这些公司需要期权来吸引关键人员。参议员

① National Commission on Terrorist Attacks, *The 9/11 Commission Report*, p. 172.

瑟夫·列波曼（Joseph Lieberman）、芭芭拉·鲍克塞（Barbara Boxer）和戴安娜·范士丹（Diane Feinstein）都是这项法案的支持者。美国参议院在1994年5月通过了谴责将期权费用化建议的决议，该决议以90票赞成，9票反对通过。关于费用化的争论就此停止，一直到安然事件爆发这个问题才又被重新提起。

另一种对期权的替代物是“股票增值权利”（SAR）和“影子股票”，这是一种给予管理者等同于公司股价上涨或股息价值现金的薪酬激励计划。这既为高管提供了业绩激励，又不需要他们购买和出售股票。但是因为SAR而支付的现金马上就被作为费用列支了，限售股票只是被作为补偿发放给高管们。为保持长期的激励效果，高管们被要求持有股票一定的时间，但大多数高管都更青睐于即时的支付，对未来收益不确定的股票并不十分满意。

第3节　市场攻击

首次攻击

市场价格的上扬，广泛存在的欺骗和滥用及网络股票的繁荣引起了人们关于市场泡沫正在形成的关注。美联储（Fed）主席艾伦·格林斯潘从1994年开始就在警示这种危险。广为人知的是，他于1996年断言市场被“非理性繁荣”所推动。如果这是泡沫，也算是非常持久的泡沫，市场在未来的三年里非常轻易地就忽略了这个和其他警示。《经济学人》（*Economist*）旗下的报纸和杂志继续认为股市泡沫预示经济将出现灾难性下行，耶鲁大学的经济学家罗伯特·希尔（Robert Shiller）也持有同样观点。一系列的惩罚性加息政策冲击了股票市场，格林斯潘的预言得到了自我实现。

目前还不清楚为什么股市上涨被视为一件坏事。经济上行，产能增加，通货膨胀率和失业率降低，国民财富进而增加。20世纪80年代以来，美联储都在奉行低利率政策，使得当时并不存在通货膨胀风险。虽然未能从20世纪的股市泡沫中受到通货膨胀的威胁，但格林斯潘认为泡沫本身就足以带来利

率上扬。他决定实行紧缩的经济政策使市场泡沫破灭。他的支持者称这些行动将带来经济的“软着陆”。

1999年6月30日，美联储通过加息开始采取行动。此举并未使市场慢下来，更多的加息看起来也收效甚微。道琼斯指数在1999年10月11日的那一周里下跌了630点，这算得上是最糟糕的一周，但市场价格很快又上涨了。格林斯潘重申了他的观点，认为现在国家处于历史上“狂欢的投机泡沫”中。虽然这种发言也没有太大作用，但格林斯潘警告说他会持续加息直到牛市破灭。他说的话是真的，更多的加息政策开始执行：一共进行了六次加息。总体而言，他们打破了市场的基本面，让股价在新千年里出现暴跌。债券市场也遭受了自1973年和1994年两次历史性下跌后最严重的倒退。

纳斯达克综合指数（Nasdaq Composite Index）在创历史新高后，开始了急剧下跌，在2000年4月的一周里下跌了25%，此后更是经历了剧烈波动。道琼斯指数也遭受了较大压力。10年的牛市止于2000年。这一年是该市场20年来最艰难的一年。美联储的政策同样也削弱了对经济整体的信心。2000年第一季度，GDP以5.4%的年化增速增长，但到第三季度就减缓到了2.4%，第四季度甚至到了1.1%。居民财富55年来首次出现下滑。

市场的反应

互联网类的股票正在遭受攻击。普利斯林公司（Priceline.com）的股价从162美元跌到了1.12美元。红帽子公司（Red Hat）的股价从151美元的高点跌到了5.22美元。施恩公司（Scient）的股价从133美元的高点跌到了1.75美元。雅虎公司（Yahoo）在1996年IPO时股价第一天从13美元上涨到43美元。在市场崩溃前，公司的市场估值接近1 000亿美元，但是之后其股价下跌了92%。思科公司（Cisco Systems）的股票市值跌掉了1 480亿美元。其他的超跌公司股票还包括EMC网络公司（EMC Networks）和甲骨文公司（Oracle）。健康食企业（Clickmango.com）的创始人们，在股价走高时，五天之内每人分别从IPO中获利500万美元。在股市下行时，这家公司倒闭了。搜索引擎公司信息空间（InfoSpace）在2000年3月时市值达310亿美元，但在市

场下行时，市值很快减少到不足 10 亿美元。环球在线（Theglobe. com）的股票在其上市交易的第一天上涨了超过 600% 到每股 63. 50 美元。该股票 2001 年 4 月被停止交易，其时每股股价仅有 60 美分。

在线房屋拍卖公司（Qxl. com）和网络投资公司德拉克（Durlacher Corp.）的股价都下跌超过 90%。信息技术公司很快就趋之若鹜地炸开了锅。电玩（eToys）裁员近 70% 并宣布破产。超过 2000 家的 B2B（企业直接面对企业）互联网公司都成立于 2000 年和 2001 年。两年之后，这类企业中有 2/3 都倒闭了。其他倒闭的互联网公司包括花园在线（Garden. com）、科斯莫在线（Kozmo. com）、宠物在线（Pets. com）、生鲜电商微博凡（Webvan）、服装零售商布在线（Boo. com）和星际 RX（PlanetRX）。当市场下滑时，亚马逊公司的市值从 370 亿美元下跌至 50 亿美元。虽然亚马逊在 2001 年末最终盈利 500 万美元，但在达到这个结果前已损失了 30 亿美元。

由于市场衰退时互联网类股票的崩溃，纳斯达克大约损失了 1 200 家上市公司。这几乎是该市场上市公司总量的 24%。在下跌时纳斯达克股票的市值下降了近 70%。道琼斯并未遭受如此严重的损失，因为在该市场上市的公司都是致力于传统行业的公司，即使在市场低迷时，那些公司仍然能坚持营业。但即便如此，道琼斯指数也在 2001 年从 2000 年的高点上下跌了 22%。

据估计，所有交易市场中所有上市股票下跌的市值总额高达 8. 5 万亿美元。世界上的亿万富翁数量下跌到不足 500 人。幸存的亿万富翁有一半是继承的财产，剩下的是依靠自己成就的事业。沃伦·巴菲特（Warren Buffett）是依靠自己白手起家的人之一，他的净财富从 24 亿美元升值到了 2001 年的 350 亿美元，成为世界上第二富有的人，从而也证明他拒绝在互联网行业繁荣时向其投资的言论是正确的。环球电讯（Global Crossing）的总裁盖瑞·温尼克（Gary Winnick）则是一个失败的亿万富翁，2002 年他的公司宣告破产。2000 年末，微软公司的股票从每股 120 美元下跌到 40 美元以下。微软公司的总裁比尔·盖茨（Bill Gates）见证了其财富在 2001 年下跌了 60 亿美元，但他仍是世界上最富有的人，净财富超过 500 亿美元。

公司的债务违约在 1999 年创了新高，银行倒闭的情形也在增加。2000 年

前言

本书研究了2000年美国经济开始走向低迷后出现的安然公司破产事件及其他财务丑闻。第一部分首先回顾了安然公司轰然倒塌前的市场繁荣与萧条；其次描述了安然公司的成长壮大和那场耸人听闻并导致该公司彻底沦陷的丑闻事件；最后描述了包括安然公司的破产过程，对公司高管的起诉和加州能源危机事件中安然公司所起作用等事件相关情况。

第二部分首先研究了美国证券交易委员会的信息充分披露制度和会计体系的作用，如安达信会计师事务所，因对安然公司的审计作假被控诉妨碍司法，后来被牵连倒闭；其次描述了莱爱得公司、施乐公司、美国国际联合电脑公司等存在的信息披露问题；再次讨论了公司治理中受托义务的发展和作用以及在上述事件过程中特拉华法院的作用；最后研究了公司治理方面的其他改革，如外部董事的使用和股东权利的增加。另外，泰科公司案例中受托义务的违背也是本部分的一个讨论主题。

第三部分首先回顾了出现在加拿大北方电信公司、美国朗讯科技公司、美国中西部通信公司、环球电讯公司、阿德尔菲亚电话电报公司、世界电讯公司等电信企业的会计丑闻和破产垮台事件，此部分也包含了发生在美国时代华纳、法国维旺迪、南方保健、霍林格等其他公司里的会计丑闻；其次分析了在安然事件后发生在华尔街的财务丑闻，包括审判玛莎斯图尔特、金融分析师之间的冲突、关于理查德·格拉索薪酬的争吵、滥用共同基金及其他发生在保险行业的丑闻；最后描述了在上述丑闻后被采用的《萨班斯—奥克斯利法案》，额外强加的义务及存在的缺陷。

第四部分追踪了美国财务丑闻和金融市场恢复增长后出现的明显经济复苏。这部分强调了信息充分披露的缺陷，公司治理改革者们的误入歧途最终导致了上述金融业丑闻的发生，及当前制度体系下的可选之策。

致谢

我首先要对研究助理们的帮助表示由衷感谢，特别是来自佛罗里达国际大学的法学院学生伊琳·特蕾西和米斯特尔·阿卜杜勒马吉德。我同样也感谢允许我访问的伦敦大英图书馆、爱丁堡苏格兰国家图书馆、都柏林爱尔兰图书馆及英格兰和威尔士特许会计师学院的伦敦图书馆。最后，我还要感谢贝丝·帕菲弗在索引编撰上所做的工作。

责任编辑：贾　真
责任校对：张志文
责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

美国金融史（Meiguo Jinrongshi）. 第四卷/［美］杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）著；韩姝译．—北京：中国金融出版社，2018. 5
ISBN 978－7－5049－9245－1

Ⅰ. ①美…　Ⅱ. ①杰…②韩…　Ⅲ. ①金融—经济史—美国　Ⅳ. ①F837. 129

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 247959 号

出版发行　中国金融出版社
社址　北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部　(010)63266347，63805472，63439533（传真）
网 上 书 店　http://www.chinafph.com
(010)63286832，63365686（传真）
读者服务部　(010)66070833，62568380
邮编　100071
经销　新华书店
印刷　北京市松源印刷有限公司
尺寸　169 毫米×239 毫米
印张　51. 75
字数　745 千
版次　2018 年 5 月第 1 版
印次　2018 年 5 月第 1 次印刷
定价　158. 00 元
ISBN 978－7－5049－9245－1
如出现印装错误本社负责调换　联系电话（010）63263947

1 月，美国全国的失业率是 4.1%，这是 30 年来的新低，但失业率还在随着市场的下行而攀升，到 2003 年这个数字升到了 6.4%。情况很糟糕，但比起 1973 年 11 月和 1975 年 3 月的衰退而言又要好些，那时失业率攀升到了 9.2%。不过，裁员的数量还是很大。宝洁（Procter & Gamble）裁掉了 2.5 万名员工。摩托罗拉（Motorola）在其股票市值下跌了 90 亿美元后裁掉了上千名雇员。如同在大衰退时期一样，对通缩而非通胀的担心又开始增加起来，虽然通货膨胀在第二次世界大战后一直困扰经济发展。

美联储的路线

在艾伯特·戈尔（Albert Gore）和小布什（George W. Bush）进行总统选举大战的日子里，经济进一步波动，直到最高法院出手才最终解决了问题。最高法院的澄清并没有使经济回升，美国在小布什总统就职后六周后还被认为处于衰退之中。直到 2000 年结束，美联储才意识到加息政策对美国经济的损伤。这是 20 世纪 30 年代以来美联储立场的翻转。随着大萧条进一步加深，社会问题不断增加，但美联储很大程度上是站在一边置之不理的。时任美联储主席马里纳·埃克尔斯（Marriner Eccles）甚至因在 1936 年要求商业银行将存款准备金提高一倍而被指控阻挠经济复苏。虽然格林斯潘忽视了将经济带入衰退的历史教训，但他看到升息对经济的损害全面显露时，及时扭转了路线，美联储开始拼命降息，将利息降到了 45 年来的新低。

格林斯潘路线的逆转来的虽然晚，但看起来完整，他发誓要降低利率并将其维持在低水平直到经济完全恢复。尽管如此，美联储对利率的翻转要很慢才能产生效果。格林斯潘暗示 2000 年 12 月将会降息，但实际到了 2001 年 1 月 3 日，令人惊喜的降息政策才被宣布。美联储 2001 年降息了五次，2002 年降得更多。格林斯潘是在钢丝上行走。诺贝尔经济学奖得主米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）警告不恰当的货币政策，如果太紧会导致又一场衰退，但如果太松则会带来毁灭性的通货膨胀。

经济衰退

美国国家经济研究局（The National Bureau of Economic Research）认为，

美国经济从2001年3月到11月处在衰退中。新的小布什政府认为经济衰退开始得更早，甚至从克林顿政府时期就开始了。但随后的数据显示，衰退的定义是GDP连续两个季度出现下滑，这样的衰退其实根本就没有发生过。但是，经济在2001年第一季度出现了年化增长率0.5%的下滑，第二季度疲乏地增长了0.02%，第三季度又下跌了1.4%。贸易赤字暴增到4 080亿美元。美国家庭的平均净资产比上一年度下跌了14%。

2001年7月26日，一些电脑公司宣布它们总共将裁员3.1万人。上述裁员中，6 000名来自惠普公司（Hewlett - Packard）。盖特韦公司（Gateway）裁掉了其1/4的员工。2001年8月，戴尔电脑（Dell Computer）在出售了30亿美元的看跌期权后宣布公司存在1.01亿美元的损失。这是该公司近8年来的首次亏损。华特·迪士尼见证了公司股票在一年中从2000年40美元的高点跌到20美元以下。福特汽车公司（Ford Motor Company）宣布损失50.7亿美元，核销了40亿美元的资产，关掉了数家工厂，裁掉了3.5万名员工（是其员工总量的10%），同时终止了上千名合同工的工作。整个汽车行业的销量都在下降，但汽车公司以向消费者提供购买新车的零息贷款来应对。

2001年末，失业率几乎达到了6%，达到了近5年的新高。美国的零售额在2001年11月下降了3.7%，是自1992年来的最大月度降幅，但12月又出现了回升。随着经济下滑，美国商用房空置率创了新高，公寓和零售租金降幅巨大。2001年，超过250家上市公司宣布破产。这又创造了一项纪录。2000年10月，阿斯贝斯托斯（Asbestos）宣布欧文科宁（Owens Corning）破产。这家公司从房屋保温材料销售中获利超过50亿美元，但同样也面临着超过46万名阿斯贝斯托斯人的索赔。宝丽来公司（Polaroid Corp.）在20世纪50年代是“卓越50”的股票之一，但在接近10亿美元的债务违约后于2001年9月被裁定破产。公司被出售给一个股权合伙人，其属于第一银行（Bank One Corp.）。

公司利润在2001年第四季度下跌了21.6%。2000年，市场低迷对并购活动带来了沉重打击。世界范围内兼并收购的总量在2002年下降了26%，总额下降到1.36万亿美元，比2000年下降了1.83万亿美元。2001年9月，标准

普尔（Standard & Poor's）对45家公司发行的公司债调低了评级。降级的金额达1 620亿美元。1998年以来，被它们降级的公司数量已经超过了被升级的公司数量。2001年，仅有9家美国公司获得了评级机构AAA级的评级，而1991年则是22家。1979年，25%的债务评级是AAA级，到2001年，仅有6.2%的债务评级是这个评级。

2001年前三个季度，大约740亿美元的公司债务出现违约。电信公司的违约占310亿美元。垃圾债券（“高收益”产品）数量仅为1999年的一半，但违约情形出现的更多。2001年8月，垃圾债券违约率从1990年的8.7%上升到9.6%。2001年8月，违约的垃圾债券金额达到560亿美元。

2000年，公司债务达到了公司资本的73%。这反映了公司偏好通过增加负债来提高杠杆。伴随着这些，还有一些诸如安然之类的公司，正通过饱受争议的结构化金融工具来核销其资产负债表中的债务。一个通过借款来经营的公司只需偿还本金和利息。除此之外，它不需要与债权人分享利润，但如果其通过出售股票来融资则需要分享利润。2000年，通过新股发行募资1 460亿美元，但通过债务融资高达9 350亿美元。债务数据在1998年达到过1.2万亿美元的高点，1995年达到4 350亿美元的低点。

损失已经形成

消费者债务在过去的十年里上升了4万亿美元，这也正在引起担忧。消费者债务相当于GDP总量的71%，这也创下了历史新高。个人破产以每周2.9万起的速度在发生。消费者在每一元的可支配收入中就需拿出14美分来偿还债务，但随着经济下行他们已经减少了信用卡的消费支出。降息使得这种情形得到了一定缓解，也允许房产所有人对其抵押房产进行再融资。30年期的抵押利率从2000年的8.7%下降到2001年11月的6.5%，由此为房产所有人平均每月节省了150~200美元的还款。居民的再融资率也达到了历史最高水平。贷款经理因贷款申请过多而超负荷工作。低利率引发了房地产市场的繁荣。

投资于互助基金的资产从1972年的600亿美元增加到了1990年的1.1万

亿美元。1999 年，投资于互助基金的资金爆炸性地达到了 5.7 万亿美元（相较于 3.5 万亿美元的银行存款），但市场下行对这些投资带来了巨大的损害。投资于股权的互助基金遭受了较为显著的贬值。2001 年，美国 83% 的互助基金收益为负。那一年股票型的互助基金平均损失了 11%。这反映了股票市场经历了其 23 年来最艰难的两年（2000 年和 2001 年）。2001 年，道琼斯指数下跌了 7%，纳斯达克指数下跌了 21%。标准普尔 500 指数在 2001 年也下跌了 15%，之后的第二年它也下跌了超过 10%。到 2002 年年中，标准普尔指数已经从其峰点下跌了一半。新泽西养老基金的投资价值也下跌了 1/3。伴随着格林斯潘的加息政策，美国市场下跌的价值被认为“粗略等同于将美国所有的房屋都拆掉或者将成千上万的世界贸易中心夷为平地”。

低迷的市场看到了年度选股大赛的结局，比赛由《华尔街日报》（*Wall Street Journal's*）举办，将基金经理挑选的股票与随机选择的股票表现进行比较。比赛用来检验波顿·马尔基尔（Burton Malkiel）在其著作《华尔街随机漫步》（*Random Walk Down Wall Street*）中提出的经济学理论。在超过 14 年的时间里，专业人士以平均 10.2% 的收益回报率击败了随机选股，随机选股的收益率只有 3.5%。即使是股票市场下行期间，持有分散化股票组合的投资者在最近 10 年也能达到 7.65% 的平均收益率。新兴市场增长基金（The Emerging Growth Fund）从 1989 年到 1999 年的平均收益率达到 28.52%，但在 2000 年损失掉了 25%，2001 年损失了 27.3%，2002 年损失了 40%。即便如此，基金在 1993 年到 2003 年 10 年的总体收益也达到了 10.5%。

莱格梅森价值信托（Legg Mason Value Trust）是一只表现卓越的互助基金。其基金经理比尔·米勒（Bill Miller）从 1991 年到 2002 年连续 12 年跑赢标准普尔 500 指数。尽管如此，专家们将其仅仅看作一种连胜，否认米勒能够超越市场理论，该理论认为在长期来看，没有人能够跑赢市场，甚至跑赢市场有时也意味着损失。莱格梅森价值信托在 2002 年资产缩水了 19%。在上一年，这只基金损失了 9.29%，虽然跌幅不如标准普尔 500 指数，但仍然是损失。

2001 年，美联储为扭转现有局面，11 次降低了短期利率水平，因为扭转

局面是小刺激措施所不能带来的。2001年11月，10年期国债利率下降到4.18%。银行间隔夜拆借利率为1.75%。这是40年来联邦基金利率首次下降到2%以下。美联储主席艾伦·格林斯潘因放任互联网繁荣存在过久而饱受批评，同样因为经济低迷而减少财政盈余的政策也受到不少批评。2002年9月，格林斯潘在怀俄明州杰克逊霍尔（Jackson Hole）的一次会议上为自己辩护，他称股市泡沫在20世纪90年代已经形成了，这并非他的过错。他争辩说，如果将利率提高到更高水平，可能会产生更多不利于经济的负面效应。但并没有人质疑他为何在没有通胀风险时仍提高利率水平。

赤字和国际问题

1989年以来，纽约美国大道（Avenue of the Americas）上有一个固定设施，是一个显示联邦债务不断攀升的大钟。1989年至2000年，债务从3万亿美元上升到了5万亿美元，每秒钟增长1个点约1万美元。时钟事实上在2000年6月就出现了逆转，因为政府盈余使得债务开始减少。联邦政府的年度财政赤字，在20世纪80年代已经增加到了很大的比例，但到1998年实际上就消除了。幸福欢乐的氛围在21世纪出现了变化，由于经济低迷和反恐战争，赤字开始扩大。

由于美国的经济危机进一步恶化，阿根廷的经济也出现了停滞。阿根廷开始对银行取款进行限制。每人每月只允许从其银行账户中取现1 000美元。阿根廷从私人养老金资产中获取了35亿美元来偿还债务。这个国家还有1 550亿美元公共债务没有偿还，其对其中的1 320亿美元暂停了偿还。这是历史上最大的国家债务。该国的总统引咎辞职，国家在两周内经历了五名总统与经济崩盘带来的政治崩溃作斗争。在骚乱和抢劫造成四人死亡后，阿根廷政府宣布进入紧急状态，但它并不像拉美早期的危机，并没有很快地向其他国家传染。

因为阿根廷不能满足优先贷款条件，国际货币基金组织（IMF）拒绝给予其12.6亿美元的贷款。同时这也阻碍了其他信贷并使IMF招致诸多批评。批评者认为IMF的政策正在破坏墨西哥、南非和土耳其的经济。IMF和美国

决定2002年8月向阿根廷提供紧急援助，向乌拉圭提供15亿美元资金，向巴西提供300亿美元资金。这些问题引发了一个提议，即允许国家事实上宣布破产并摆脱债务，而这些在IMF的管理程序下是不能实现的。小布什政府的第一个财政部部长保罗·奥尼尔（Paul H. O'Neill）支持这项提议，但国家大型银行纷纷阻挠这项提议，因为在此计划下它们将遭受较大损失。阿根廷最终在2004年进行了债务重组，每一美元向债权持有人支付30美分 。

2001年以前的六年，美元对其他主要货币升值了30%。1999年至2001年，在欧洲中央银行经营管理下的欧元对美元贬值了20%。欧元被当作一种记账货币引入，但当引入了纸币和硬币后，从2002年1月1日起已经作为12个国家的官方货币。在美国股市波动后，美元开始撤退，且与欧元的兑换出现了折价。

日本的经济泡沫从20世纪90年代开始破灭，日本经济持续处于衰退之中且经历了通缩。2001年，日本的工业产出跌到了14年来的最低点。穆迪降低了对日本的主权评级。日本也因银行不良贷款被经济合作与发展组织（Organization for Economic Cooperation and Development）批评。在俄罗斯，许多小型团体和个人（“寡头”）控制了庞大的产业并试图重构经济。他们将自己的工作与摩根大通在美国的作为相比。像西奥多·罗斯福（Theodore Roosevelt）以反垄断法向标准石油（Standard Oil）发动攻击，弗拉迪米尔·普京（Vladimir Putin）总统宣布对尤科斯石油的总裁石油大亨米哈伊尔洛维奇·霍多尔科夫斯基（Mikhail Khodorkovsky）开战，并以偷税及其他指控将其监禁。后来，霍多尔科夫斯基被判处入狱9年。小布什总统评论霍多尔科夫斯基“在公平审判前就被认定有罪了”。

“9·11”的前奏

发生在2001年9月11日的恐怖袭击为美国的经济及股票市场又带来一击。发生在世贸中心的袭击目标其实是破坏美国在世界金融中的主导地位，而袭击白宫则是瞄准了美国的另一个权利象征——军事权。这并非是华尔街遭受的第一次袭击。国际工人1919年就向约翰·洛克菲勒（John D.

Rockefeller）和摩根大通（J. P. Morgan）邮寄过炸弹，他们也被一名康奈尔大学的教师射杀过两次，这名教师在此前还向华盛顿的国会大厦投掷过炸弹。被邮局邮寄和拦截的炸弹总量达到36枚。1920年9月17日，一枚炸弹被安置在满载钢筋的马车内，马车离开时在摩根大通的办公室外爆炸，造成33人死亡、200多人受伤。尽管爆炸给摩根大通的办公室造成严重损害，但第二天摩根大通就重新开放办公了。

纽约金融区的地标建筑弗朗西斯酒馆（Fraunces Tavern），也是美国革命结束后乔治·华盛顿（George Washington）向其军官们发表告别演说的地方，也在1975年被波多黎各民族主义团体FALN投掷炸弹。爆炸炸死了4人，受伤人数超过50人。20世纪70年代到80年代，FALN宣布为发生在美国的130多起爆炸案负责。这个组织在其大量成员被监禁后停止了活动。比尔·克林顿总统（President Bill Clinton）为帮助妻子竞选参议员，1999年赦免了该组织中的16名成员。

1993年，对世贸中心的恐怖袭击，造成7人死亡1 000多人受伤。这场袭击是由穆斯林恐怖主义者策划的，他们将炸弹安置在一辆租来的汽车中并将其停在双子塔之中。其中一名成员返回租赁机构要求拿回租用货车的押金，致使爆炸参与者被抓获。拉姆齐·阿罕默德·约瑟夫（Ramzi Ahmed Yousef）是此次炸弹阴谋的主谋。他同时因计划在美国航空的远东航线上实施爆炸被宣判有罪。阿拉伯的一个盲人族长奥玛尔·阿卜杜勒·拉赫曼（Omar Abdel Rahman）也卷入了对世贸中心的袭击中，他和其他9名成员因向联合国所在地、林肯荷兰隧道（Lincoln and Holland Tunnels）、乔治·华盛顿桥（George Washington Bridge）和纽约的其他地标投掷炸弹而被宣判有罪。

"9·11"恐怖袭击

2001年9月11日，对世界贸易中心的破坏远远超过了之前的袭击，事实上几乎超越了人们的想象。在"9·11"恐怖袭击中遇害的2 700多人的讣告在《纽约时报》（*New York Times*）上花了几个月才公告完毕。袭击使世贸中心的7座大楼倒塌。直接受袭击影响的金融类企业包括所罗门美邦（Salomon

Smith Barney）、瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse First Boston）、摩根士丹利（Morgan Stanley）。受损最严重的是债券交易公司坎托菲茨杰拉德证券（Cantor Fitzgerald Securities），其960名员工中伤亡了658名。该公司的总裁霍华德·鲁特尼克（Howard Lutnick）在袭击中失去了一位兄弟，他在电视采访中谈及公司遭受的损失时几近崩溃，他的遭遇受到了大家的广泛同情。这种同情很快就转变成了媒体的批评之声，尤其是福克斯新闻的（Fox News）比尔·奥瑞利（Bill O'Reilly），因为该公司宣布对袭击中身亡的雇员停止发放薪水。当该公司承诺在未来五年内将其总利润的25%支付给那些有身亡人士的家庭后，媒体也缄默了。虽然遭受了损失，坎托·菲茨杰拉德仍在2001年的第四季度宣布盈利并且继续处于复苏中，使其能得以履行与受损家庭分享利润的承诺。该公司在曼哈顿城中心重置了办公室，几年之后其员工数量就恢复到了600名以上，并且还在计划招聘200名。坎托·菲茨杰拉德对该国的沙特阿拉伯慈善团体（Saudi Arabia and charities）提起了诉讼，起诉他们对恐怖袭击负有责任并且寻求获取几十亿元的损害赔偿。

另一个在"9·11"恐怖袭击中受害严重的公司是柯菲·贝叶特·伍兹公司（Keefe Bruyette & Woods Inc.），该公司有1/3的员工在袭击中身亡。该公司刚从一场肮脏的内部交易丑闻中恢复过来，该丑闻与其前总裁小詹姆士·麦克德莫特（James J. McDermott, Jr.）和他的明星女友有关，但公司也慢慢复苏了，收入暂时出现增长并获得盈利。世界上最大的保险经纪商达信公司（Marsh & McLennan）在袭击中失去了295名员工。该公司成立于1871年，在当时的芝加哥大火灾后应运而生，那场火灾使得多家保险公司破产。达信公司为其员工设立了2 200万美元的受害者基金，但在该公司一年后宣布停止再对受害者家庭发放健康津贴时，其遭受了严厉的批评。达信公司之后只得将该福利延长到三年，但这招致了更多的批评，因为费用不是来自公司的收入，而是来自受害者救济基金。问题慢慢得到了澄清，但在安然丑闻揭露之后达信公司又卷入了一场尴尬而又花费巨大的财务丑闻中。雄心勃勃的纽约总检察官艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）正是这场丑闻的缔造者。他正以改革精神打击金融机构为主题竞选州长。他对达信公司的攻击将为该公司带来经济

损失，其严重程度将仅次于恐怖袭击。怡安集团（Aon Corp.）是又一家被斯皮策攻击的保险公司，该公司在恐怖分子对世贸中心南塔的袭击中受损严重。阿尔格管理公司（Fred Alger Management）损失了35名员工。他在斯皮策对互助基金经理发动攻击时也将成为攻击目标。欧元经纪公司（Euro Brokers）失去了其在南塔工作的61名员工，他们中大多数是交易室的员工。另一家因世贸中心的双子塔倒塌而倒台的公司是卡尔期货（Carr Futures），这是一家属于东方汇理银行（Credit Agricole Indosuez）的法国公司。公司的交易室正处于飞机撞击的中心。这家公司有69名员工身亡。

当摩根士丹利位于世贸中心的总部被破坏后，该公司为受害者家庭设立的救济基金很快募集了1 500万元。因为公司迅速及时的撤退命令，大部分员工获救了。花旗集团失去了在世贸中心大楼的办公地点，因为袭击的发生及经济低迷，该集团裁掉了上千名员工。花旗集团估计其在“9·11”恐怖袭击中的直接损失大约为7亿美元，其中5亿美元来自其旗下旅行者保险集团（Travelers insurance group）的损失赔偿，该保险集团是一个令人尊重、有悠久历史的机构，其在乔治·阿姆斯壮·卡斯特（George Armstrong Custer）死于小比格霍恩河（Little Bighorn）前就为其上了保险。另外2亿美元的损失来自业务中断。花旗集团最大的股东是沙特王子瓦利德·本·塔拉勒（Walid bin Talal）。他在1991年向花旗集团投资超过10亿美元来挽救这家濒临倒闭的银行，而他的同胞们在“9·11”恐怖袭击中试图将他的投资标的摧毁。

成千上万名员工的办公地点在袭击中被损坏或摧毁，他们被迫搬迁到新泽西州、纽约市中心或其他地方的临时或永久性办公室去办公。包括盛德国际律师事务所（Sidley Austin Brown & Wood LLP）在内的数家律师事务所也被迫搬迁。世界金融中心（The World Financial Center）和其他毗邻的建筑物被损坏使得他们不得不撤离。美林证券不得不离弃其位于世界金融中心的总部好几个月。美国运通将其4 000多名员工转移到了临时性的办公地点。其他位于世界金融中心的受损公司还有雷曼兄弟（Lehman Brothers）、野村证券（Nomura Securities）和出版商华尔街日报（Wall Street Journal）。SEC的纽约

办公室也在袭击中被破坏。摩根士丹利和高盛宣布它们将会把公司重要的操作部门迁离纽约。

重建华尔街

1993 年对世贸中心的恐怖袭击使得华尔街在之后建立了自己的业务备份系统，但恢复并非即时的。美国证券交易所被迫关闭两周。它之后将其期权业务转移至费城股票交易所（Philadelphia Stock Exchange），美国证券交易所的专家则转移到了纽约证券交易所。纽约证券交易所的主席理查德·格拉索（Richard Grasso）宣布交易所于 9 月 17 日重新开门营业。他作出的努力将会得到丰厚的回报，但市场在交易所复业后创下了单日最大跌幅的历史纪录，并且道琼斯工业指数经历了最糟糕的一周，其创下了 1940 年 5 月以来单周最大跌幅和单周最大损失额。大部分损失在隔周得以回调。11 月，道琼斯指数在 10 000 点附近盘旋，2001 年 12 月 29 日，为期四天的反弹又将道琼斯指数上推至 10 070 点。尽管如此，到 2001 年末，道琼斯指数仍是连续两年下跌。

据估计，“9·11” 袭击使美国丢失了 160 万个工作岗位；仅仅 9 个月就丢失了 20 万个工作岗位。袭击尤其对航空业和其他与旅行相关的产业冲击巨大。邮轮运营商文艺复兴游轮公司（Renaissance Cruise Lines）宣布破产。由于旅游产业的下滑，美国运通公司裁员 1.4 万人。这几乎相当于其员工总数的 15%。2001 年 11 月，航空旅行量下跌了 25%，导致了行业裁员总量超过 10 万人。美国航空（U.S. Airways）破产了，联合航空（United Airline）随后也破产了，因为不仅是袭击带来了巨大损失，而且开支也十分巨大。1994 年，联合航空的员工们被给予公司 55% 的所有者权益。工资及其他人工费用增长迅猛，也使得航空公司盈利困难。2001 年，司法部组织了美国航空和联合航空的合并，合并是因为两个航空公司都需要维持生存，即便在袭击前它们也需要合并。两家公司都被迫宣布破产，但 2003 年 3 月 31 日，美国航空逃脱了这种命运。联合航空的破产则是历史上最大的航空公司破产案。米德威航空公司（Midway Airlines）还没来得及从袭击中恢复过来就已经破产并停止

了业务。2002年，美国最大的9家航空公司累计损失了112亿美元。国会通过了150亿美元的航空业救市计划，将以现金补偿或贷款担保的形式进行救市。2002年末，西南航空（Southwest Airlines）有了盈利，它是美国航空业内唯一一家盈利的航空公司。

美国航空的母公司AMR在2001年第四季度损失接近8亿美元。AMR同意了工会的员工工资削减计划而避免了破产，但据媒体报道AMR的高管们在危机期间仍被支付了高额的特殊报酬。这引起了工会的抗议，从而使得特殊报酬被取消。美国的航空业受损并非孤例。在"9·11"袭击后，法国航空（Air France）的营业利润也下降了69%。比利时的国家航空公司比利时航空萨贝纳（Sabena）宣布了破产。瑞士航空（Swiss Air）也破产了，其停止了所有航班运行至获得援助。新西兰航空（Air New Zealand）不得不由新西兰政府进行救助，政府向该公司提供了超过4亿美元的资金。加拿大航空（Air Canada）也陷入了困境，后来申请了破产。

据估计，由于"9·11"袭击带来的保险赔偿总计约200亿美元。再保险公司要承担上述资金的2/3。世界最大的再保险公司慕尼黑再保险公司（Munich Re）也遭受了巨大损失。世界上第二大再保险公司瑞士再保险公司（Swiss Re）因为"9·11"袭击也遭受了其历史上最大的损失。保险公司的损失案例在不断增加。甚至在袭击之前，就有超过30家的保险公司已经破产了。一些保险公司收到了法院的裁决，陪审团认定，被劫持的两架客机袭击世贸中心是一个单一事件而非两次独立的袭击。这大大减少了保险公司对世贸中心租约持有人的风险暴露，租约持有人是一家富有的房地产开发公司，实际控制人是拉里·西尔弗斯坦（Larry Silverstein）。陪审团也确实发现，一份保险合同将"9·11"事件定义为两起袭击事件。尽管如此，保险公司对双子塔的最大保险责任也从70亿美元减少到了47亿美元。

应对恐怖活动

对未来恐怖袭击的担忧增加了商业地产保险的保费，在一些情况下甚至将其排除在保险外。这带来了商业性地产建设的下滑，因为商业银行拒绝为

未经保险的项目发放贷款。国会经过了较长时间的争论后，提供恐怖袭击保险的《恐怖袭击风险保险法案》(*the Terrorism Risk Insurance Act*) 于2002年通过。联邦政府创设了受害者救济基金，基金由一个特殊的管理人肯尼斯·范伯格 (Kenneth Feinberg) 来管理，基金将根据受害者家庭的收入和资产来决定发放补助的数额。为获得这一救济，家属们不得不放弃起诉航空公司、房屋管理人员、业主或其他人以获得补偿的权利。此外，保险赔偿和其他死亡补助也能抵消补助金额。这也带来了广泛批评，因为那些购买保险的家庭反倒会为他们的谨慎受到惩罚，付出的代价即是他们购买保险支付的费用。大约97%的符合条件家庭最终签署了同意文件。2003年，平均每名受害者的赔偿金为180万美元。袭击受害者家庭总共从政府、保险公司和慈善机构那里收到了3 810亿美元。企业则得到了该金额总额的60%，但资金并没有被一直好好运用。菲茨杰拉德公司一名遇难雇员的遗孀迅速花光了500万美元，一场超级旅行就花费了7万美元，50万美元花在了她的衣柜上，其中包括购买超过5 000美元的手包。

给在“9·11”袭击中丧生的“第一反应者”(警察、消防员和救援人员)家庭的慈善捐赠总共超过了3.5亿美元。为受袭影响人员的筹资超过了10亿美元。批评也针对了诸如红十字会 (Red Cross)、联合之路 (United Way) 之类的慈善团体，但批评是因为向受害者家庭提供资金不及时和以某些无关或可疑的缘由转移捐助给袭击受害者的资金。在这场争论后，两家慈善机构都发现捐赠额下滑了。他们也成为约500起欺诈索赔的目标，这些人声称自己是恐怖袭击的受害者。这些人中有部分被以欺诈的罪名起诉。更糟糕的是，一些沙特阿拉伯和其他地方的伊斯兰慈善机构成为了调查和资金冻结对象，因为有担心认为他们会资助恐怖分子。

美国证券交易委员会担心，提前知道袭击的信息可能已经被用于了内幕交易。然而，被任命来研究袭击诱因的委员会(“9·11”委员会)指出：“美国证券交易委员会、美国联邦调查局 (FBI) 和其他机构的尽职调查没有发现有证据表明有人提前获知了袭击消息并通过证券交易获利”两名联邦调查局特工被指控使用从联邦调查局获得的机密文件来操纵股价，具体方式是

实行卖空策略和从被调查对象那里刑讯逼供获取廉价股票。调查是否存在运用关于“9·11”袭击的先知信息交易时发现了上述问题。联邦调查人员突击搜查了一家为私人投资者进行外汇交易的公司——第一股权企业（First Equity Enterprises）。约1亿美元的客户资金消失了。该公司的办公室在“9·11”袭击中被破坏了，当客户开始查询他们自己的账户信息时诈骗暴露了。在加州，37名投资者被罗斯·A. 杰克（Ross A. Rojek）欺诈了100万美元，他谎称“9·11”袭击后为应对恐怖活动创建了一个人脸识别系统。

在袭击之后，额外的反洗钱法规制定颁布了。2001年，美国爱国者法案要求金融机构在为外国金融机构开立账户进而使得其进入美国金融系统时需尽到尽职调查义务。在美国的金融机构禁止为外国的空壳银行开立账户，这些空壳银行没有实体机构，也与合法的银行无附属关系。经纪交易商要求提交其名下客户的可疑交易报告。银行则在之前就被要求这么做。金融机构要求核实其客户的身份信息，且建立业务操作规范来监测和预防洗钱活动。反洗钱规定被延伸至信用卡公司和诸如西联汇款（Western Union）之类的货币服务公司。

“9·11”袭击和股票市场下跌为华尔街的公司敲响了丧钟。美林证券在2001年第四季度宣布损失12.6亿美元后，花费了22亿美元进行重组并削减了9 000个岗位。德意志银行裁减了9 000名员工。瑞士信贷第一波士顿在收入中提取了4.5亿美元的费用，也裁掉了2 000名员工。它在2000年时以115亿美元收购了帝杰证券（Donaldson Lufkin & Jenrette）。2001年第四季度，雷曼兄弟遭受了57%的收入下滑，高盛公司在第四季度的利润则下滑了17%。包括摩根士丹利、高盛公司和摩根大通在内的投资银行都削减了对员工的奖金支付。2001年第四季度，查尔斯·施瓦布（Charles Schwab）的佣金收入下降了33%，很大程度是因为在线交易出现了业务滑坡。施瓦布裁掉了25%的员工。

由于经济低迷带来不良贷款的暴露，银行被迫在年终盈利中提取了拨备费用。佛雷特波士顿银行（FleetBoston）提取了19.5亿美元的费用，且裁掉了700名员工。银行业的保管业务也受到影响。从摩根大通位于世贸中心的

残垣中挽回的保险箱，因为袭击造成的大火温度较高，也遭受了巨大损失。部分珠宝和文物被融化或烧的面目全非。银行否认其存在责任。从联邦利率上调，到毁灭性的“9·11”袭击，市场受到了一次又一次的冲击。这些冲击使得华尔街出现动摇，但又一场五级飓风还在路上。一场丑闻正在德克萨斯休斯敦的安然公司慢慢展开，它将撼动整个金融界。

第2章 安然公司

第1节　一个公司的诞生

起名

安然公司是1985年休斯敦天然气公司（Houston Natural Gas Corporation）和安龙公司（InterNorth Inc.）合并的产物，这两家公司拥有广泛的运营管道，是成熟的能源企业。

安龙公司是阿拉斯加管道的建设方之一，它在两家公司中相对较大，故收购了休斯敦天然气公司。这次收购得到了风险债券之王迈克尔·米尔（Michael Milken）的金融援助，当时他还没有被捕入狱。在这场变革中，休斯敦天然气公司的总裁肯尼斯·莱（Kenneth L. Lay）出面领导联合企业。他将联合企业的总部搬迁至休斯敦而非安龙公司的所在地奥马哈（Omaha）。

休斯敦天然气公司和安龙公司合并后组成的新公司名称在仔细的选择中。一个纽约的咨询团队在4个月的时间内考虑了数百个名字，为起一个令肯尼斯·莱满意的名字收费逾10万美元。名字初定为"Enteron"，但这个名字很快就被弃用了，因为有媒体大笑说这个单词是一个用来描述肠道的词语，恰好与公司的天然气业务相契合。之后公司选择了安然（Enron）这个名字，让

另一家公司获取了那个弃用的名字，公司命名为消化道集团公司（Enteron Group Inc），是一家位于芝加哥的医学数字成像服务商，该名字与公司的业务非常契合。

安龙公司在与休斯敦天然气公司合并之前，曾成为臭名昭著的公司收购者欧文·雅克布（Irwin Jacobs）的收购目标，因为害怕再受到攻击，安龙公司加快了与休斯敦天然气公司的合并步伐。一旦雅克布控制了公司，他就会将公司资产出售，这已名声在外。此举为雅克布赢得了“清算人欧文”的绰号，也使得被他视为收购目标公司的高管闻风丧胆。雅克布利用这种恐惧向数家公司要求“绿票讹诈赎金”，即向他的持股支付一定的溢价，那样他就可以离开了。他的绿票讹诈受害者包括德钢公司（Kaiser Steel Corp.）、蓝带啤酒公司（Pabst Brewing Co.）、迪士尼（Walt Disney）和华纳（Borg－Warner）。在一份提交给美国证券交易委员会（SEC）的文件中，雅克布坚称他在安龙公司（兼并后的安然公司）的股份是出于投资目的，但他的投资者们也许会“考虑控制公司”。这在安然公司内部拉响了警钟，他们用3.5亿美元（包括绿票讹诈的1 300万元）来向雅克布收购。这一收购从安然公司挖走了急需的资金，而当时安然公司正处于财务困难中。之后，安然公司被信用评级机构评为了垃圾债券级别，但只要安然公司的财务状况好转评级还会上调。安然公司通过出售向雅克布和另一个大型投资者莱卡迪亚全国控股（Leucadia National）收购回的股票来恢复元气，这些股票最后出售给了安然公司员工股票期权计划。

安然公司的管理层

安然公司从创立到灭亡期间的总裁和首席执行官都是肯尼斯·莱（Kenneth Lay），他是一个白手起家的人。在密苏里州（Missouri）度过卑微的童年后，他进入密苏里州大学学习。在拿到经济学博士学位从海军退役后，莱在埃克森美孚公司（Exxon）开始了其职业生涯，这家公司后来叫作亨布尔石油炼油公司（Humble Oil and Refining Co.）。他之后又到华盛顿为联邦电力委员会（Federal Power Commission）工作，该委员会是联邦能源监督管理委员会

(FERC) 的前身。当莱被任命为内政部 (Department of the Interior) 管理能源事务的副部长时，他便走上了仕途。离开华盛顿后，莱开始了在佛罗里达燃气公司（Florida Gas Corp. ）的工作，这家公司拥有佛罗里达半岛唯一天然气主管道。莱在这家公司的层级不断上升，后来他成为休斯敦的特斯科能源公司（Transco Energy）的总裁兼首席执行官。1984 年，莱再次离职成为休斯敦天然气公司的首席执行官。

作为安然公司的主要负责人，莱成为在美国广受尊敬的商人。成功并非一蹴而就，也并不长久。一直以来都不乏对莱的批评者，1990 年《财富》(*Fortune*) 杂志进行了一项调查，调查是关于与股票业绩有关的补偿问题，调查中莱在全美国补偿最多的公司管理者中排第 12 位。这可能刺激莱推高安然公司的股价，但更多的激励来自莱将从安然公司获得股票期权作为补偿。在与安龙公司合并后，莱获得了 400 万美元的期权，次年则收到的更多。1994 年，莱获得了 120 万份安然股票的期权，行权价格为每股 34 美元。20% 的期权权利立即归属到了他名下。80% 的期权在 6 年后才会到位，如果想提前获得这些期权除非安然公司的年利润以每年 15% 的速度增长。这种有效激励将推动公司实现盈利目标，也将推高公司股价从而使得期权更有价值。

在其他方面，安然公司对莱也很慷慨。1989 年，公司与莱签署了 5 年的雇佣合同，合同中包含了一笔含息的 750 万美元预借款。这笔预借款，至少是部分被用于购买了安然公司的普通股。那些股票和某些个人财产被莱用来作为预付款的抵押物。如果被质押的股票价值不足以覆盖负债，莱只对其中 1/3 的债务负有责任。1994 年，莱签署了新的雇佣合同，合同要求他偿还之前的预借款，并向他提供了 400 万美元可循环的、无担保抵押的信贷额度。信贷额度下的预借款可用安然股票来偿还。当安然公司开始走下坡路时，莱滥用了这项权利，他从安然公司借款 400 万美元然后用安然公司的股票偿还借款，释放信用额度后等待股价再一次下跌，之后再借款再用股票来偿还，周而复始。在安然公司倒台前的八个月，莱每两周就从其信用额度中借出 400 万美元的现金，再用安然股票来偿还那些预借款。

1996 年，莱又再次签署了一份雇佣合同，合同向其提供了 120 万份安然

股票的期权。公司对莱的慷慨还在继续。根据一份政府的起诉书，1998 年至 2001 年，莱从安然股票期权及限售股中获取 3 亿美元，得到了超过 2.17 亿美元的净利润。他同时也从公司获取了 1 800 万美元的薪酬和奖金。在安然公司倒台的 2001 年，莱还从公司获得了 800 万美元的薪酬奖金及 360 万美元的长期激励。

杰弗里·斯基林

安然公司中另一位收到大额补偿的关键管理人员叫作杰弗里·斯基林（Jeffrey K. Skilling）。他从南方卫理公会大学（Southern Methodist University）毕业后，在哈佛商学院（Harvard Business School）获取了 MBA 学位，1979 年在哈佛他获得了班级前 5% 的排名。斯基林成为管理咨询公司（McKinsey & Co.）麦肯锡的合伙人，麦肯锡的创始人强调管理会计对客户的价值。麦肯锡介入安然公司的并购案咨询中，斯基林在其中推荐了燃气交易策略，从而推动了他在 1990 年受雇于安然公司。斯基林倡导安然奉行“轻资产”策略，也就是安然公司更专注于能源交易，而非拥有和运营那些诸如管道之类的重资产。莱很欣赏这个观点，所以在斯基林加入安然公司时安排其掌管安然的交易业务。1996 年，斯基林提前成为安然公司的总裁和首席运营官。在斯基林的领导下，安然公司开始自诩为“新经济”公司，并且断言，在新经济环境下，“你知道的东西比拥有的东西更为重要”[①]。这与推进互联网繁荣的哲学一致。

斯基林与安然公司签订的合同中包含一笔 140 万美元（后来追加到 160 万美元）的无追索权贷款，这意味着斯基林个人并没有偿还债务的责任。相反，贷款由股票期权和安然燃气服务公司（Enron Gas Services Corp.）的虚拟股票作抵押，虚拟股票在安然公司的股价上升时向斯基林提供与价格上升相等价的现金支付。1996 年，斯基林每月就能收到 6.2 万美元的基础薪酬，加上虚拟股票和 61.1 万份的安然股票期权，斯基林的收入也在逐年增加。根据

① Enron Annual Report 1999, p. 2.

对他的起诉书，从 1998 年到 2001 年，斯基林从安然股票期权和限售股票中获得了 2 亿美元的收入，实现净利润逾 8 900 万元。在此期间，他也获得了超过 1 400 万美元的薪酬和奖金。

安德鲁·法斯托

安德鲁·法斯托是安然公司高管中最应为公司倒闭负责的人，他在公司一路上升到首席财务官的位置。法斯托和他的妻子李（Lea）从塔夫斯大学（Tufts）毕业后，在西北大学（Northwestern University）的凯洛格商学院（Kellogg School of Business）获得了工商管理硕士学位（MBA）。安德鲁·法斯托在芝加哥的大陆伊利诺斯银行（Continental Illinois Bank）开始了他的职业生涯，而他的妻子李·法斯托也在那里工作过。就像它后来的名字一样，大陆银行在 1982 年由于受宾方银行（Penn Square Bank）倒闭的影响而严重受挫。大陆银行从宾方银行那里购得了大约 10 亿美元的贷款和参与份额，但其中大多数后来都被证实无法收回。大陆银行本可以从那场打击中幸存下来的，但其投资组合中的大额贷款［含布兰尼夫航空公司（Braniff Airlines）和国际收割机械公司（International Harvester）的信用贷款］不得不被划分为不良贷款。这些问题在 1984 年引起了银行的存款流失，从而不得不组织一场大规模的救援，救援最先是由摩根担保（Morgan Guaranty）和其他银行组织开展，后来则是由联邦政府出面组织。为防止大陆银行的倒闭，向其输送了大约 120 亿美元，因为害怕这样一个货币中心银行的倒闭会引起国家范围内的恐慌。大陆银行的财务状况继续恶化，联邦政府将其有效地进行了国有化，它的业务后来被卖给了美国银行（Bank of America）。

在此期间，安德鲁·法斯托曾短暂离开过大陆银行，转投保险行业数据库公司——CCC 信息服务公司（CCC Information Services），但很快他又回到了银行。回归后，法斯托致力于结构化金融交易，这在 20 世纪 80 年代后期成为金融业的时兴板块。浮动利率增强债券（FRENDS）就是这样一种工具，它是来自杠杆收购的混合债务所有者权益。这种债务的等级往往低于投资级别，但通过将债务池划分为高级和次级等不同层级，池内高级债务的信用等

级得以提升。通过汇集不同贷款来实现多元化，也是提高这种工具信用等级的一种有效方式，这也使得其对投资者更有吸引力。另外，这类交易可将债务从借款人的资产负债表中隐去，这点也在安然公司的倒闭中扮演了重要角色。在法斯托离开大陆银行前，伦敦《金融时报》（*Financial Times*）中的一篇文章就将银行前沿的结构性理财产品比喻成电影“星球大战”（Star Wars）中的人物。当法斯托加入安然公司后，这种思路也得到了延续。

1990 年，杰弗里·斯基林聘请法斯托来为安然公司的交易业务捕捉资产证券化的机会。法斯托在安然公司不断高升。1997 年他才被接纳成为公司的高级管理人员，但在第二年就被任命成为公司的首席财务官。当时法斯托才 36 岁。法斯托很快在金融圈中将自己的名字与安然公司的金融活动联系在了一起。1990 年，他被《首席财务官》（*CFO*）杂志授予“卓越首席财务官奖”。

安然公司的价值观

安然公司的管理层在其年报中将公司价值观表述为“尊重”（“冷酷、无情、傲慢将与公司格格不入”）“正直”“沟通”和“卓越”。[①] 随着公司财务的结构性崩塌，这些表述都遭到了嘲笑。安然公司的价值观包含了对员工福利的关注。员工们享受了优厚的健康福利、运动体育场、自己的星巴克咖啡馆和餐厅（“安然能量”）及一整套的安然礼宾服务以避免各种杂事让员工从工作中分心。公司还就地开设了一个幼托中心，并为员工们的日常护理员提供了候补支持，如果他们需要的话。夏天，员工们的孩子可以进入安然夏令营。这些福利的提供并非完全出于无私目的。安然公司估算了一下，幼托项目将使公司避免遭受由于照顾儿童等问题带来的损失，这部分开支节省达 87 万美元。安然公司也向员工提供在家使用的个人电脑，目的是推动员工随时随地工作。

安然文化允许高管人员享受一系列广泛的津贴。他们可经常性地享受公

① Enron Annual Report 1998, p. 71.

司提供的玩具，包括用于家庭度假的湾流喷气飞机。但其实，安然文化中真正能让人动心的部分是其薪酬体系，该体系通过股票期权和其他安排将管理人员们的薪酬与公司股价增长相捆绑。高级管理人员被授予大量的股票期权，这其实是给他们一种强有力的激励来不惜一切办法提高股价。

安然公司的另一面是激进的交易文化和对员工工作表现的强硬考评。《财富》（*Fortune*）杂志在1999年将安然公司评为"全美员工才能第二优秀的公司"和全美25个最适合工作的地方之一，但安然公司也有一个高度竞争的环境。在安然公司"评级和封杀"的考评体系下，员工们被划分为五类。15%的员工位列"需要进步"的最低等级。如果这些员工不能实现进步，他们将面临被裁员的命运。

安然文化值得讽刺的一面是它对财会问题的关心遭到了起诉。安然公司自己的员工中就有600名是会计师，其中还包含一些早前就职于最高会计专业裁决机构的员工。安然公司在年度审计和咨询中向其外部审计公司安达信（Arthur Andersen LLP）支付了5 000万美元的费用，以确保其一贯激进的会计手法能满足行业准则的要求。作为一项惯例，安然公司非常注意满足所有的会计操作规则。安然公司与SEC的员工一起审查了自己的部分会计操作事务，并且获取了新兴问题特别工作组（Emerging Issues Task Force）的裁决案例，这个工作组由会计创建，旨在就新出现的会计问题提供建议。为努力实现合规目标，补充的人手是安然公司内部聘用的律师队伍和外部律师事务所德高望重的专家，如休斯敦的文森和埃尔金斯（Vinson & Elkins）。

管道运营

在安然公司破产后提起的一场集体诉讼中，安然公司被描述为"一个在纸牌屋中装满镜子的大厅"，但这是一个常见的误解。虽然斯基林执行了"轻资产策略"，但安然公司在存续期间仍拥有大量资产。在休斯敦天然气公司与安龙公司合并后，安然公司运营了3.7万英里的管道，使其事实上成为一家"旧经济"公司。安然公司的轨道被分为三类进行运营，北方天然气公司（服务于中西部偏北地区）、环西管道公司（服务于加利福尼亚市场）和佛罗里达

天然气传输公司（安然公司拥有其50%的股权，该公司服务于佛罗里达半岛）。1993年，美国20%的天然气已由安然公司运输。1994年，该公司也购买产自2.3万份租赁油田的原油，还通过子公司安然油气股份有限公司（EOG）勘探天然气和石油，该子公司是美国境内最大的独立油气公司。据估计，EOG拥有1.772万亿立方英尺的天然气储量和2 090万桶的储量液体油气。

安然公司的主产区包括大派尼（Big Piney）、马塔哥达趋势（Matagorda Trend）、大峡谷趋势（Canyon Trend）、干草叉牧场（Pitchfork Ranch）和弗纳尔（Vernal）。安然公司进一步扩大了其业务范围，包括在美国及国外修建和运营天然气发电厂。这些工厂采用了最新的热电技术，使其能从天然气中同时产出电能和热蒸汽。安然公司还冒险进入能源市场的其他领域，包括甲醇，当安然公司在德克萨斯州（Texas）帕萨迪纳（Pasadena）的甲醇工厂爆炸时，几乎引起了一场灾难。但幸运的是没有人死亡，工厂在7个月后又重新开始生产运营。

放松监管

安然公司的燃气管道运营在《1938年天然气法案》（*Natural Gas Act of 1938*）框架下受联邦能源监管委员会（FERC）监管。从费率到管道运输，FERC监管一切事项。这种监管一贯被认为是应该的，因为其支持者认为，即便这些设施由私人拥有，它们也是公用设施，必须受到监管以防在这种有价必需商品的分配上出现垄断行为。安然公司在州内的销售也受到州政府的监管。在德克萨斯州，州内的天然气销售和运输是由强硬的德克萨斯铁路委员会（Texas Railroad Commission）来执行。

长久以来，FERC的全面监管受到诟病，批评者认为这种监管是低效和不利于竞争的。20世纪70年代的石油危机加剧了这种争论，作为应对，1978年国会出台了《天然气政策法案》（*Natural Gas Policy Act*），法案强制要求在分配过程中引入竞争。FERC开始尝试向所有的天然气买家和卖家开放管道接入口。1992年，FECR签发了第636号令，要求对天然气管道的费率“松

绑”。这要求管道运营商单独列出其销售、运输和储藏的费率。FECR 认为，这种松绑可以让消费者比较不同管道运营商之间的费率，从而增加竞争。另一个 FERC 法令旨在防止州内的管道运营商为自己的营销子公司提供优惠折扣。任何这类折扣都要求在管道运营商的电子公告栏上张贴并在24 小时内让营销人员周知。

FERC 的法令在美国“深刻地改变了天然气的营销和定价”①。安然公司支持这一监管变革并且向国会和 FERC 游说放松对天然气运输的监管。安然公司也试图在能源管制宽松的地区开辟渠道。以安然公司的附属公司为例，它们通过长短期合同购买了天然气和其他能源产品，并且为采购这些产品安排融资。

交易业务

安然公司的破产审查人发现，在其破产前，安然公司已经转型为“一个全球性的企业，在采购、运输、市场营销、天然气及电力销售、其他能源及相关金融产品，管道和不同类型的电力设施开发、建设和运营上的行业领导者”。② 安然公司早在 1993 年就参与了“与天然气、液态燃气和电力交易相关的价格风险管理与融资安排”。③ 这只是安然公司努力成为一个能源交易运营商和管道运营商的简单证明。

安然公司交易业务的核心是其“天然气银行”，通过“天然气银行”可进行天然气远期交易的买卖，使得安然公司能在买卖差价中赚到一块利润。安然公司利用该银行从生产商那里购得长期承诺，有时也提前付款。安然公司则在长期的基础上将该承诺再转手。安然公司的交易业务包括为独立的电力生产商、工业公司、燃气和电力公用事业公司、石油和天然气生产商金融机构和能源市场参与者进行风险管理。这些风险管理活动几乎使用了所有的

---

① SEC Form 10 - K, Annual Report for the Fiscal Year Ending December 31, 1994, of the Enron Corp., p. 26.

② Neal Batson, Court - Appointed Examiner, First Interim Report, *In re Enron Corp.*, p. 1.

③ SEC Form 10 - K, Annual Report for the Fiscal Year Ending December 31, 1993, of the Enron Corp., p. 4.

金融产品，涉及的风险从利率风险到加拿大元的汇率变化都有。安然公司鼓吹其风险管理活动使得利润在 1994 年增加了 62%，在 1995 年增加了 28%。1995 年，安然公司从“金融”相关业务中获得的利润增加了 138%。

安然金融公司通过“数量产量支付”来购进天然气并通过各种“金融实体”来安排那些交易。[①] 数量产量支付项目包含向油气生产商储备部分支付的预付款。这些预付款将由生产商用事先固定价格的油气来偿还。

固定价格的能源产品远期承诺使安然公司暴露在市场风险之下，如果价格反向变动这将带来损失。安然公司试图通过买卖平衡的资产组合来规避此类风险，并针对投机建立了一套公司政策。1993 年，安然公司使用了面值为 36 亿美元的互换来对冲利率风险。除此之外，还有 2.99 亿美元的针对固定价格和市场价格的天然气价格互换。

安然公司通过与银行家信托（Bankers Trust）的合资公司开始了交易业务。建立这种关系是为了利用银行家信托的衍生品交易业务，该项业务后来成为行业的翘楚。因两家公司的目标不一致导致合作关系的终结。不久之后，银行家信托便卷入了丑闻，丑闻与银行将复杂的金融工具出售给客户并造成了巨大损失有关。吉布森贺卡公司（Gibson Greetings）和宝洁公司就这些产品起诉银行家信托公司。银行家信托原本看似将赢得诉讼，但后来发现记录公司一名交易员对话的数份磁带，交易员的目标是“引诱人们平静下来，接着再让他们统统滚蛋”。[②] 上述问题的揭露使得银行家信托开始着手来解决这个案子。安然公司交易员的录音磁带显示在其业务中他们采用了同样激进的交易文化。

安然公司的交易活动由一个风险控制组来进行监控，这个小组与交易相关的小组完全独立。安然使用“在险价值（VAR）”模型来度量在不同的市场环境下公司可能存在的风险暴露，这些场景基于以往的市场表现。20 世纪 90 年代，多家机构经历损失后这类模型得到了广泛应用。安然公司试图将交

---

① SEC Form 10 - K, Annual Report for the Fiscal Year Ending December 31, 1993, of the Enron Corp., p. 42.

② Frank Partnoy, *F. I. A. S. C. O.*, p. 33.

易业务每天的在险价值控制在收入的2%以内。

安然公司在向SEC提供的文件中指出VAR模型存在内在缺陷，包括模型使用了主观性的假设，引用了历史数据，而这些数据可能不能预测未来的表现。安然公司因此也使用了压力测试和“最坏情景”来度量风险情况。此外，公司也发现其交易对手出现了信用风险暴露，可能会带来违约风险。很显然，股票市场对安然公司交易业务出现的交易风险表现出了忧虑。一个虚假谣言在流传，公司在极冷的时候存在燃气短缺并且损失了数百万美元，在公司反驳谣言不真实之前，股价就出现了大幅下跌。

一个困扰交易业务的问题是出现了骗子交易员现象。加利福尼亚的橙县（Orange County）和巴林银行（Barings Bank ）由于骗子交易员而破产。这种现象席卷了华尔街，在所罗门兄弟（Salomon Brothers）、基德皮博迪（Kidder Peabody）、大和银行（Daiwa Bank）、德国金属公司（Metallgesellschaft AG）、安德烈公司（Andre & Cie）、德意志摩根建富（ Deutsche Morgan Grenfell）、美国平原管道（Plains All American Pipeline）、国民威斯敏斯特银行（National Westminster Bank）和大通曼哈顿银行（Chase Manhattan）都有所出现。从安然石油公司总裁楼·博格特（Lou Borget）那里，安然公司充分地了解了骗子交易员带来的风险，该业务是从安龙公司那里承接过来的。据报道，博格特在纽约的瓦尔哈拉（Valhalla）开展业务，其从原油交易中获得了巨额利润，因而也获得了大额奖金。但是，博格特为公司获得利润的说法并不真实。事实上，他通过操作两本账来欺骗安然公司，同时伙同一批在海峡群岛注册的空壳公司开展虚假交易并提交虚假报告来掩饰自己的行为，后来安然公司也以同样的手法向大通曼哈顿银行掩饰。博格特从那些交易中偷获了380万美元，并隐瞒了敞口头寸的大额交易损失，这些交易未经授权。

博格特在交易中的损失头寸总计超过10亿美元，这些损失足以令安然公司倒闭，但市场情况却慢慢好转起来。安然能够将风险暴露减少到1.42亿美元，1987年税后簿记的损失只有8 500万美元。安然不得不重新编制三年期的财务报表来更正博格特通过交易活动从公司账上转移走的收入。博格特声称，他仅仅是应管理层的要求，将盈利和损失从一个会计年度移到了另

一个会计年度，这些也是出于税务和财务报告的考虑。安然否认了这种说法，博格特因违反收入所得税法被判罪入狱一年。另一名卷入交易业务的员工是托马斯·马斯特罗尼（Thomas Mastroeni），他被刑事指控判处有罪并给予缓刑。

逐日盯市

安然公司在向 SEC 提供的财务报告中说明，公司在交易及风险管理活动上使用的是逐日盯市法。这意味着远期和其他合约都使用当前市价进行估值，而非使用历史成本，历史成本法则是报告资产时使用的传统方法。安然公司在采用这种会计方法上是先于其所在时代的。很多批评者一致认为，使用历史成本而非当前市场价格来计量资产会扭曲财务报表。SEC 的主席理查德·布里登（Richard Breeden）也是成本与市价孰低法的批评者之一，他在 1990 年时认为那些经营有价证券的公司应以当前价值来度量报告资产。

安然公司接受了这种批评，1991 年其向 SEC 寻求许可在资产负债表中使用逐日盯市的会计方法来计量燃气交易业务，该类业务后来获得了授权许可。安然公司之后未得到进一步许可就将该种会计方法应用到了它所有的业务中。直到 1993 年，会计行业才接受了财务会计标准（FAS）115 条，要求投资证券交易的公司将其头寸逐日盯市，除非它们将债务投资持有到期。这一解释只适用于公司证券，因为其可以轻易地通过公开市场的报价来估值。安然公司的业务并不总是满足这个标准。安然公司甚至将逐日盯市法延展到了其商业投资（向其他公司的投资），这种行为被安然公司后来的破产审查官描述为“激进”。[1] 逐日盯市法对于安然公司的成功非常重要，2000 年安然公司一半的盈利和 35% 的资产都是使用这种方法来计量的。

财会专业采用了财务会计准则第 133 号（FAS 133）规则，要求对衍生品合约使用逐日盯市的方法。FAS 133 于 1998 年 6 月 15 日发布，但应用推迟到了 2000 年 7 月 1 日（有些公司推迟到了 2001 年 1 月 1 日），事隔安然公司首

---

① Neal Batson, Court - Appointed Examiner, Second Interim Report, *In re Enron Corp.*, p. 28.

次获得 SEC 批准在业务中使用这种会计处理方法达九年之久。这条规则要求在资产负债表上将衍生品以公允价值当作资产或负债计量，来衡量收益和对冲效果。此前，在资产负债表上几乎不计量此类工具，即便在不利的市场条件下它们可能对一家公司产生毁灭性的影响。多数公司仅在脚注中披露这类工具的使用，一般只包含模糊大致的一般性描述而不会进行任何估值。即便如此，FAS 133 还是因为估值问题和引入未来收益的波动性饱受争议并遭到了许多交易员的极力反对。关于 FAS 133 的另一个批评是其范围的不确定性，在使用中还需要引用 FAS 138 来进行说明。

FAS 133 对安然公司有重大的影响。新标准要求下，安然公司将 5.32 亿美元“长期债务”重新纳入“其他负债”。如同其批评者预计的，在能源价格波动时这种方法增加了安然公司财务报表未来的不确定性。这个问题具有两面性。在逐日盯市会计处理下，安然公司由于计量估值的增加可能带来报告利润的增加，但这也需要资产负债表上针对资产的减少和盈利匹配费用的下降。当交易头寸的价值增加时，逐日盯市制度对公司管理层的业绩评价是有好处的，但当头寸价值下降时，坏处也会显现出来。这样就会激励管理者平抑价值的波动以满足金融分析师们的期望并保持公司股价。

FAS 133 引入的盈利波动性可以通过针对盯市头寸的对冲来管理。但安然公司的对冲并不总是真实的对冲。此外，通过在资产估值中使用自由裁量权，这个过程也是可以被操纵的，因为那些资产没有可比市价。逐日盯市制度也可能带来另一个问题。在该种会计方法下，安然公司可以经常报告收入增长而不需要产生相应的现金流入，这引起了部分金融分析师对其“盈利质量”的关注。比如，摩根大通的一名分析师注意到安然公司的逐日盯市会计方法具有两面性，创建了“一种提前确认收益的方法，使得在 P/E 比率中的分母存在偏差，项目现金和盈利效果间存在一定的脱节”[①]。

风电场

安然公司试图进入能源行业的其他领域，包括类似风电场和风力发电机

① Neal Batson, Court - Appointed Examiner, Second Interim Report, *In re Enron Corp.*, p. 26.

在内的可再生能源。在加利福尼亚、德国和西班牙，安然公司生产了超过4 300台的风力发电机装置。这部分业务主要集中于安然风力公司（Enron Wind Corp.），但因为会计原因，部分风力业务被出售给了特殊目的载体。在安然公司破产后，这些交易成为刑事犯罪指控的对象。一名安然公司的管理人员劳伦斯律师（Lawrence M. Lawyer），收到了与风电场合作项目相关的回扣，但未就该回扣缴纳7.9 万美元的个人所得税而被认定有罪。

另一个替代能源项目涉及合资公司与燃料电池能源公司（FuelCell Energy）的合作。它们使用天然气为原料，通过氢气和氧气产生化学反应来生产燃料电池，该电池可发电。安然公司声称这可能会产生10 亿美元的市场，但发电成本超过了每千瓦时5 000 美元。但传统的发电成本仅为该金额的一小部分。

国外业务

安然公司的一个主要目标就是增加海外业务。截至1993 年，安然公司已经在菲律宾、澳大利亚、危地马拉、德国、法国、印度、阿根廷和加勒比地区开展了能源业务。1994 年，所涉及的国家已经扩展到了中国、英国、哥伦比亚、土耳其、玻利维亚、巴西、印度尼西亚、挪威、波兰和日本。安然公司的国际业务被整合进了安然国际公司（EII），这个公司的总裁和首席执行官都是瑞贝卡·马克（Rebecca Mark）。马克从贝勒大学（Baylor University）毕业并获得了国际管理学学士学位后在休斯敦的在第一城市银行（First City Bank）开始了其作为银行家的职业生涯。与安德鲁·法斯托（Andrew Fastow）类似，她见证了佩恩广场（Penn Square）瓦解，也目睹了第一城市银行的崩溃，这与在大陆银行（Continental Bank）的法斯托并无二样。她在休斯敦天然气公司与安龙公司合并之前就加入了休斯敦。马克担任 EII 主要负责人期间，全球消费狂热给其留下了高调的印象。1996 年《财富》杂志一篇名为“女性、性和权力”的文章就是她的写照。但不幸的是，她的国际并购业务不及她的消费水平，从而带来了一系列灾难性的事件，这些事件在一定程度上导致了安然公司的倒闭。

EII 在伦敦、布宜诺斯艾利斯、新加坡和挪威都开设了办公室来开展国际商品交易业务。安然公司的国际化项目包含管道和发电站并购及建设。安然公司在英国东北部的蒂赛德（Tesside）地区拥有一处电力设施 42.5% 的股权。EII 将安然公司的业务扩展到了全球各地，包含越南、关岛、克罗地亚、卡塔尔、洪都拉斯和莫桑比克。在其他方面，安然公司还在发展中国家建造了柴油发电厂，并管理了几个位于国外的发电厂。安然公司的两个柴油机发电厂位于停泊在危地马拉海岸的可移动驳船上，安然公司拥有发电厂股份的 50%。另一个项目是在玻利瓦尔和巴西之间建设一条长 1 120 英里，价值 15 亿美元的管道。在哥伦比亚，已经有一条长 357 英里的管道正在建设中。鲜京—安然已成为韩国最大的天然气分销商。

在巴西，安然公司在 1998 年以 13 亿美元的价格收购了 S. A. 电力服务公司（Elektro Electricidade e Servicos S. A.）。同年，安然公司收购了英国的水务公司威塞克斯水务（Wessex Water）并将其更名为阿祖克斯（Azurix）。据安然公司的估值，全球水务市场的规模是 3 000 亿美元，安然公司非常想在该市场中分得一勺羹。阿祖克斯与一家法国的水务公司绍尔国际（Saur International）组建了合资公司来收购阿根廷的水务公司门多萨（Mendoza），阿祖克斯同样也控制了墨西哥坎昆（Cancun）的水利权。阿祖克斯没有成功，其需要一笔巨大的减记，这在安然公司倒闭前又是一个雪上加霜的打击。

涉外问题

国外的所有权会面临许多特殊风险。秘鲁将安然公司在该国的业务进行了国有化，但安然公司 2 亿美元的损失由保险和与秘鲁的协议来支付。在印度，安然公司出现了特别大的问题，安然公司作为印度大博电厂（Dabhol Power Company）的承包商，将建造一座天然气发电厂和一个液化天然气库。在安然公司及联合企业已经开始为马哈拉施特拉（Maharashtra）省建造发电厂后，选举开始举行，新的联合政府当选后拒绝接受与安然签署的合同。仲裁在伦敦举行，裁决结果最后有利于安然公司。马哈拉施特拉省接下来同意该项目的开展，甚至将项目从发电能力 435 兆瓦扩大到 2 450 兆瓦。1999 年，

这个项目一期竣工使用。安然公司同意向项目二期提供18.7亿美元的融资，该项目计划于2001年末完成，但计划并没有完成，印度政府方面持续存在问题，负面舆情不断使得项目被迫关闭。项目二期从未投入使用，项目一期也因马哈拉施特拉省政府拒绝购买发电而关闭，因为政府认为成本太高。

另一个问题与长期的照付合同有关，安然公司同意按合同购买所有J布洛克油田（J - Block field）生产的燃气，该油田位于英国海岸的北部海域。在那些合同下，即便对方公司不交付燃气，安然公司也需要支付固定的价格。支付天然气费用，但并不提货，可以在稍后的几年交付燃气。虽然安然公司声称，这并非投机，但在照付合同下当现货市场的燃气价格下跌早于燃气发掘供货时，这种安排将会暴露出巨大的价格风险。对于安然公司来说不幸的是，这恰恰是正在发生的事情。

安然公司拒绝了照付合同的支付，但不得不支付其成本。安然公司遭受了巨大损失，却宣称不会对公司的财务状况造成实质性的负面影响。安然公司在休斯敦地方法院提起了诉讼，称由于交易对手的过失，合同应该终止。该诉讼程序由英国的法庭来规定执行，被安然公司诉讼的被告提出了英国的法条来要求继续执行合同。英国的上诉法院认为，安然公司在1997年前都没有履行照付合同的义务，而非交易对手要求的更早日期。尽管如此，这对安然公司来说也算不上一场胜利，因为它依然被要求履行大部分合同。1997年，安然公司不得不在盈利中花费4.63亿美元的费用来反映在J布洛克（J - Block）合同项下的义务。

第2节　安然公司的成长

安然在线

1999年，安然公司推出了基于互联网的电子商务交易平台——安然在线，它能支持安然公司的贸易商向批发客户们提供实时行情发布。基于这些报价，不用直接与人接触，那些客户也能与安然公司取得联系。在商品期货交易委

员会（CFTC）的努力下，安然在线成为一个不受监管的交易场所，使得对涉及机构投资者的商品交易放松监管变得可行。

1992年颁布的法条使得一些由机构间开展的能源交易免除了监管，上述法条颠覆了联邦地区法院的裁决，裁决认为在原油市场交易的期货合约必须接受CFTC的监管。这样的要求将摧毁一个非正式市场，而且也是不必要的，因为只有机构交易这些合同。而那些机构并不需要CFTC的监管保护，它们可以自己保护自己。但CFTC在1992年法条下授予能源合同豁免监管的规定，在范围上很窄，当CFTC的主席布鲁克斯利·波恩（Brooksley Born）对柜台衍生品实施监管失败时，该监管机构决定进一步放宽管制。该监管机构采用的规则对多数机构交易放松了监管，该监管条例通过2000年的《商品期货现代化法案》（CFMA）成为法条。

CFMA将双边电子交易免除在监管以外，因其向安然在线提供了良好的条件，它便迅速地被称为“安然例外（Enron exclusion）”。在CFMA的监管条例被采纳时，服务于安然公司董事会的是温迪·格拉姆博士（Dr. Wendy L. Gramm），她是一名经济学家，她时任CFTC主席时，CFTC采纳能源合约豁免监管方案。她嫁给了德克萨斯州的参议员菲尔·格拉姆（Phil Gramm），格拉姆则是安然公司竞选大量捐款的受益人。在安然公司倒闭后，他们双双因支持CFMA导致安然公司提前确认收益而饱受批评。批评后来被证明是没有根据的。但很显然，因为不同的原因，丈夫和妻子的团队几乎将CFMA的道路堵死。参议员格拉姆一直到他所关心的不相关银行问题解决了之后才开始将其立法。而格拉姆博士一直以来都支持放松对商品交易的监管，甚至希望监管能更加放松。

安然在线交易了1 000多种不同形式的商品。不同于大多数的电子通信网络，安然在线扮演了委托人的角色，无论买方还是卖方都能通过其找到交易对手。大多数的电子通信网络仅仅是将买方和卖方匹配在一起，而并非向安然公司一样作为做市商来斡旋。安然在线不是透明的，市场参与者并不能通过安然系统看到其他的交易商在做什么。最初，安然公司预计安然在线的交易量到2000年将达到名义金额400亿美元。但之后公司就宣布安然在线的成

绩远比预测的更好，在2000年就开展了54.8万笔交易，名义金额达到了3 360亿美元。如果按交易的面值计算，安然公司已成为世界上最大的电子商务公司。安然公司每日的交易量约28亿美元，但纽约商品交易所的每日能源合约交易量远超过其金额，达到每日130亿美元。安然公司也面临着其他在线交易所的竞争，包括戴纳基公司（DynegyDirect）和洲际交易所（ICE），它们都在试图抄袭安然公司的成功之道。

电力市场

对于安然公司而言，另一个有利可图的市场是电力生产和运输市场。传统上，电力是受监管最严的能源市场，但在《1992年能源政策法案》（Energy Policy Act of 1992）下，其被放松管制。为增强竞争，法条从传统的公用事业管制程序中，将发电者以批发形式售卖电力予以豁免。FERC发布命令要求，如果第三方公司使用的是自己的传输管道，电力公司应该以同样的费率向第三方机构开放传输设备。通过使用现有的公用线路，这为竞争者们开辟了进入新市场的通道。这种开放为市场上的价格竞争提供了机会，市场以前由公用事业公司控制，他们的能力限制了进入市场的机会，但放松管制也带来了电力批发价格的波动。1998年年中，市场上的电价从20美元每千瓦时上涨到了7 500美元每千瓦时。

安然公司试图利用电力市场的开放谋利。它积极地为其他法条游说国会，这些法条将会进一步强化竞争并促进电力市场的电子化交易。为给参观安然公司总部的分析师留下深刻印象，安然公司的管理者们雇用一些员工来开展虚假交易业务。

通过收购波特兰通用电器公司（PGEC），1996年安然公司试图将其能源业务扩展到电力板块。PGEC在俄勒冈、加利福尼亚和其他西部州参与电力的生产、采购和运输。PGEC拥有水力发电设施和一个被废弃的核电站。安然公司不是一个公用事业公司，上述缺口阻拦了其进入许多电子化市场。收购PGEC为安然公司解决了问题，因为PGEC是一个受监管的公用事业公司，所以能使安然公司进入加利福尼亚的电力市场。安然公司利用这个进入机会来

操纵价格并引发了加利福尼亚的能源危机。在这笔收购中，安然公司给出了高于市价46%的溢价，但收购也使得安然公司成为美国最大的能源商。作为本次交易的一部分，安然公司将其公司执照许可地从特拉华移到了俄勒冈。

宽带

20世纪90年代，随着电子商务和互联网心理学统治了市场，安然公司也不能成为局外人。安然公司扩展了其业务范围，也开始涉足宽带服务。安然公司的宽带计划试图攻破互联网的慢速“瓶颈”，提供高速数据传输和基于光纤电缆的视频流。这类业务由安然宽带服务公司（Enron Broadband Services Inc.）开展，该公司由肯尼斯·赖斯（Kenneth D. Rice）负责。安然的宽带业务包含建设和管理一个国家范围的光纤网络。安然公司销售并承诺开发一个“智能网络平台”，该平台将提供带宽管理服务，并提供高质量的带宽内容。[1]这种智能网络的软件声称其可用于宽带服务使用计费。安然公司将此计划在美国内外都进行了推销。安然公司承诺客户，将获得美国1.8万英里光纤电缆的接入口和在美国、东京、伦敦、布鲁塞尔、阿姆斯特丹、巴黎、杜塞尔多夫、法兰克福等地的25个汇集点。安然公司在澳大利亚也开展了宽带服务。安然公司为向世界证明其运营系统的能力，其让太阳微系统公司（Sun Microsystems）的负责人宣布从安然宽带业务部门购买了1.8万台路由器。

安然公司看到了宽带交易中的机会，开始在宽带交易中扮演代理人的角色并在宽带容量上做市。2000年，安然公司参与到了300笔宽带交易中。该公司的第一笔宽带交易业务是基于环球电讯（Global Crossing）的网络，“在纽约和洛杉矶之间搭建DS-3宽带（足够承载宽带视频流）的增量合约”，环球电讯是倒闭的又一家著名公司。[2] 作为其宽带项目的一部分，安然公司计划为“黑暗”光纤提供结构化金融、带宽投资组合和风险管理产品，“黑暗”光纤是指已铺设但未使用的光纤。安然公司的宽带交易业务进一步包括了电

---

① SEC Form 10-K, Annual Report for the Fiscal Year Ending December 31, 2000, of the Enron Corp., p. 1.

② Enron Annual Report 1999, p. 15.

路交易、互联网运输、私人运输和信息存储等业务。

安然公司试图像创建能源产品市场一样创建一个宽带的交易市场。安然公司计划在宽带产品中建设一个双边市场，其处于大多数交易业务的中心并提供信息的有利条件。安然公司被指控，通过让其他能源交易商参与对冲交易来开启市场，此举会给市场带来流动性，这在实践中称为“鱼饵钓鱼”，目的是通过以宽带业务为中心的公司来吸引市场参与者。据称，能源交易上的成绩已帮助安然公司否认上述说法。

安然公司向公众吹嘘自己有能力向媒体、娱乐业和其他金融服务机构提供宽带传输服务，包括直播和点播流媒体视频。当安然公司宣布其与百视通（Blockbuster Video）合作成立合资企业时，这在媒体中引起了轰动，百视通是维亚康姆（Viacom）的一个业务单元，其业务模式是从全国各地的商店中出租电影。合资企业应消费者点播向其提供到家视屏，如果被开发，这将是一个巨大的市场。但不幸的是，这个业务对安然公司而言是一个财务灾难。合资企业和百视通一起都未能攻克流视屏中的一些技术问题，且在测试市场中需求很有限。

安然公司声称，优质的宽带传输服务每年将增长150%。它预测，自身的宽带业务到2005年将产生170亿美元的收入。但该预测后来被证明完全不现实。2000年，安然公司的宽带业务宣布损失了6 000万美元，但安然公司仍宣称公司对宽带市场保持乐观态度，业务会有增长并带来盈利。事实上，2000年随着股票市场的崩盘，宽带市场也一泻千里，安然公司的宽带业务也正是导致该集团破产的业务之一。虽然宽带业务损失了，但该业务的负责人肯尼斯·赖斯（Kenneth Rice）仍在2000年获得了4 700万美元的薪酬。

商人投资

安然公司的业务还有一部分是商人投资。商人投资是与投资银行的承销活动相关的传统业务。20世纪30年代的《格拉斯—斯蒂格尔法案》（The Glass – Steagall Act）和其他法案限制了商业银行参与商人投资。但是，1999年的《金融服务现代化法案》（*The Gramm – Leach – Bliley Act*）为在金融控股

公司框架下的商业银行参与此类业务打开了一扇门，即便银行监管者实施了一些相当严的限制性条款。这些金融机构也在与风险投资团队和对冲基金开展竞争，它们寻找能从中获取大额利润的创业公司和优秀企业。

安然公司既不是商业银行也不是投资银行，但它想模仿那些20世纪末期在互联网繁荣时期取得辉煌成就的风险投资人。安然公司认为，其可利用在能源领域的优势和从广泛的交易业务中获取的信息来成为一个商业银行家。安然公司把这些业务活动都纳入了商业计划。伴随着出售部分“重”资产，安然公司创设了商人投资业务并扩展了交易业务。安然公司的投资和交易推动了公司业务和盈利。截至1999年，大约1/3的安然公司雇员都参与到了交易和商人投资活动中来。

通过在投资物价格上涨时使用逐日盯市处理方法，安然公司使用商人投资业务来增加盈利。这些投资进一步加剧了安然公司资产负债表的波动性，因为这些投资的价值在上上下下的变化。为解决这个问题，安然公司利用了一系列复杂的工具，通过将价值下跌的资产移除出资产负债表来“货币化”贬值资产。

财务业绩

不同于许多其他公司，安然公司向股东们支付股息。该公司将普通股股息从1991年的每股62美分增加到1993年第四季度的每股75美分，到1995年第四季度增加到每股85美分。股息在1996年为每股86美分，但1998年就下跌到了每股48美分。在1999年股票除权一分为二后，股息就变为每股55美分。

安然公司的股票在纽约证券交易所（NYSE）和其他区域性交易所里上市交易。1993年第四季度，该公司普通股股价达到了37美元，当年8月该股还经历了一派一的除权。1996年第四季度，股价从一年前39美元的高位冲到了47.50美元。安然公司的股价是安然公司管理层主要关心的问题。安然公司的管理者们“异常关注每股收益”，因为这是分析师们向客户推销股票时需要的。当安然公司的股票超过50美元时，雇员们收到了纪念这一时刻的50美

元钞票。

安然公司在1991年披露净收入为2.32亿美元，营业收入为57亿美元。1992年，收入增至3.06亿美元，营业收入增至64亿美元。1993年营业收入达到80亿美元，去除5 400万美元的递延税负债后，净收入增至3.87亿美元。增长势头还在继续。1994年，净收入达4.53亿美元，总收入达89亿美元。1995年，净收入为5.2亿美元，总收入为91亿美元。1996年，净收入为5.84亿美元，总收入为133亿美元。1996年，安然公司的资产估值从1992年的100亿美元上涨到160亿美元。但1997年，安然公司的净收入只有1.05亿美元，总收入为202亿美元，下跌主要是因为在J布洛克（J－Block）的照付合同下，费用成本增加。

奇异金融

安然公司在业务中使用了许多复杂的金融技术，这使得其披露的收入不断增长，满足了分析师们的期望。在安然的附属机构中，安然油气（EOG）向独立的石油天然气运行商一样经营。通过首次公开发行（IPO），安然1995年向公众出售了3 100万股EGO的股票，实现税前利润4.54亿元，净收入6.5亿元。同时，安然发行了2.21亿美元，利率为6.25%的可转换票据，这些票据在3年后将被强制转换为EOG普通股。IPO和可转换票据的转换将使安然在EGO中的所有者权益从80%下降到54%，但由此给安然带来8.7亿美元的现金。1999年7月，在与西方石油公司（Occidental Petroleum）的交易告吹后，安然将其持有的大多数股票回售给了EGO，使EGO实现了真正的独立。在18个月后，EGO的股价就翻了倍，安然错过了这次上涨，其当时出售的价格很低。

安然公司发行了累积保证月收入的优先股（MIPS），这会给投资者进行定期支付，出于所得税的目的，这种定期支付被当作利息，但评级机构将其看作股权，降低了安然资产负债表上的杆杠率。所以MIPS同时既是股票又是债券。安然也提供建立在抵押担保债券模型基础上的抵押债务。北美安然（Enron North America）在这类资产池中放入了3.24亿美元的票据和其他工

具。之后再通过贝尔斯登（Bear Stearns）将资产池中的不同层级出售给机构投资者。信用评级机构对各层级进行评级。评级最低的层级很难销售出去，不得不出售给安然的两个特殊目的载体（SPEs）——白翅（Whitewing）和LJM2。这种融资安排后来证明并不成功，这些票据的价值在大幅下降，致使安然不得不回购这些票据来维护自身信用。

安然设计了一种叫作"信用敏感票据"的工具，如果信用评级机构下调公司评级或者在利率上升的情况下，这种工具将支付更高的收益率。在这种票据的一次发行中，安然公司以9.5%的收益率发行了1亿美元的12年期票据。如果之后安然的信用评级确实被调低了，支付的收益率可能会高达12%。部分大公司在安然的带动下都发行了此种票据。这些票据因异常残忍而受到批评。如果降级将会支付更高的收益，这只会进一步恶化公司的现状。但安然发行的这种工具并不新奇。在20世纪初，收入债券用来资助陷入困境的公司。这些工具给予债务人资产的优先受偿权，但支付的收益却是基于公司的盈利情况。

2000年，安然发行的高级别长期无担保债务获得了标准普尔（Standard & Poor）BBB+级的评级和穆迪（Moody's）Baal级的评级。关于公司评级的一个模糊但不详的警告出现在了公司年度财务报告中：

> 安然是某份金融合约的当事一方，在市场价格出现显著下跌时，如安然公司的普通股下跌到某种水平以下（价格介于28.20~55美元/股）或者安然公司发行的无担保、高级别长期债务跌到了投资级别以下，合同包含了提前结算条款。这种提前结算产生的影响可能会包括发行额外的普通股。①

太平日子

20世纪初，安然在美国是一个成功的故事。1997年，肯尼斯·莱（Kenneth Lay）被《商业周刊》（*Business Week*）的文章描述为"优秀的战略家"。

---

① Enron Annual Report 1999, p. 3.

安然公司在《财富》（*Fortune*）举办的投票中，五年都被评选为美国最具创新实力的公司，这本杂志也在2000年8月14日预测，安然将成为未来10年仍可持续持有的十大股票之一。安然是美国的第七大公司，在世界范围内雇佣了约2.5万名员工。安然声称要成为北美最大的电力和天然气供应商和英国第二大电力经销商，坚称自己是“全球电力和天然气行业的蓝筹”和“全球领先的能源公司”。[①]

1993年到1995年，安然的利润增加了1.3亿美元。这种业绩增长促使公司股价增长了两倍，公司在其财务报告里吹嘘公司股价跑赢了以标准普尔500指数来衡量的市场平均表现。这种声明在1995年就遭到股价下跌的影响，1996年在公司不能满足分析师的盈利期望后，事情变得更为糟糕。安然在印度的安装问题和J布洛克的照付合同问题引起了进一步的担忧。1997年，在公司宣布J布洛克交易的税后收入仅为4.5亿美元后，安然的利润出现了大幅下降。1997年末，安然收入的下降导致了安然股价下跌超过1/3。这对安然的管理人员来说是一次创伤，因为他们的奖金和股票期权都与股价上涨相关，但挫折很快就被克服了，安然的股价又重新开始攀升。1998年，安然的股价表现跑赢了标准普尔500指数。1999年末，股价达到44.38美元/股，在当年的牛市环境中股价上涨超过60%。在经历了一次一派二的股票除权后，2000年第三季度，股价登上了90.75美元的高位。

金融分析师都被安然公司及其管理层所倾倒。《财富》杂志在1999年将安然列为“管理质量首位”。安然洋洋自得地认为其下属的安然在线交易业务“毫无疑问是世界上最大的电子商务网站，完全超越所有其他的能源交易网站”。[②]《洛杉矶时报》（*Los Angles Times*）坚持认为，“任何地方的公司都可能成为安然模式的学生”。[③] 包括杰弗里·斯基林的母校哈佛在内的商学院都将安然作为商业经营的案例进行学习和研究，商学院的教科书也称赞安然。《首

① Enron Annual Report 1998, p. 4.

② Enron Annual Report 2000, p. 9.

③ James Flanigan, “Enron E Commerce Success Exemplary, Unsettling,” *Los Angeles Times*, January 28, 2001.

席执行官》杂志（CEO）将安然公司的董事会列为全美前五之一并且盛赞安然的公司治理架构。20 世纪 90 年代，SEC 的主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）邀请肯尼斯·莱（Kenneth Lay）兼任 SEC 的"新经济"价值咨询小组成员。

因为安然股价的上涨，公司的管理人员理所当然干得很好。2000 年，200 名收入最高的公司管理人员收入全部都超过了 100 万美元。总的来说，这一年这些管理人员总共收到了 14 亿美元的酬劳，比 1999 年的 4 亿美元还高。在安然倒闭前的两年里，其管理人员仅从股票期权中就获利 12 亿美元。

一个标志

2000 年 12 月 31 日，安然公布该财年的收入超过了 1 000 亿美元。在那个时候，安然成为休斯敦的一个标志。安然成为休斯敦太空人队的赞助商，为场馆冠名权支付了 1 亿美元。安然倒闭后，太空人队用 210 万美元的价格回购了该权利并将其重新出售给了可口可乐公司，可口可乐公司用钟点工（Minute Maid）部门的名字来为场馆命名。同时，安然通过在超级碗（Super Bowl）的广告播报中宣布了其进军加州电力市场的计划。

安然新建的 55 层椭圆形的办公楼成为休斯敦天空的一个明显特征。安德鲁·法斯托用合成租赁的形式利用表外融资为安然办公楼筹资，该租赁先将办公楼出售给一个特殊目的载体，接着将办公楼回租。摩根大通牵头和数家银行一起为安然办公楼的租赁进行融资安排。安然安排了 2 000 万美元用于购买装扮大楼的艺术品。

安然在其休斯敦总部一街之外的地方又修建了另一栋巨大的办公楼来安置其交易业务部门。新大楼拥有四个交易大厅，花费了 3 亿美元；该大楼在破产出售时价格只有该价格的 1/3。安然办公大楼内的显示屏实时显示公司的股价，目的在于提醒员工公司的主旨是什么，这也是安然着迷于股价的一个体现。安然的电梯内也在不断播报财经新闻以便使员工在楼层间穿梭时也可以不忘思考。

如果模仿是最真诚的恭维，那么安然确实是饱受尊敬。比如，信赖能源

(Reliant Energy) 等其他一些公司都在模仿安然的商业模式，包括在电梯中装置财经新闻播报。信赖能源甚至向另一家休斯敦体育馆支付获得冠名权，而这个场馆正是第三十八届超级碗举行的地方。包括戴纳基（Dynegy)、埃尔帕索（El Paso）和杜克能源（Duke Energy）在内的其他能源公司也创办了交易业务来与安然竞争。当这些公司因为交易行为而卷入争议时，模仿给它们带来了巨大成本，因为多数情况下，这些交易行为都吸纳自安然。

安然是知名度很高的具有公众意识的组织。公司每年为保持与休斯敦的社区关系安排了1 000万美元的预算。1997年，安然为苏联总统米哈伊尔·戈尔巴乔夫（Mikhail Gorbachev）举行了欢迎接待宴会，授予他安然公共服务杰出奖及5万美元的奖金。诺贝尔奖得主、南非领导人纳尔逊·曼德拉（Nelson Mandela）和未来的国务卿科林·鲍威尔（Colin Powell）也被授予了此类荣誉。公司最后一位接待表彰的名人是艾伦·格林斯潘，在他来休斯敦领奖六天后，安然公司就宣布倒闭了。格林斯潘在讲演中建议，商业的成功往往伴随着较高的道德标准。格林斯潘拒绝了安然的酬金。

安然公司被授予的讲座教授职位一般来自休斯敦的莱斯大学（Rice University）和内布拉斯加大学（University of Nebraska)，肯尼斯·莱在他的母校休斯敦大学（University of Houston）和密苏里堪萨斯大学（Missouri）也被授予了讲座教授职位。安然及其管理者们也是休斯敦慈善事业的有力支持者，支助对象包括休斯敦芭蕾舞团。肯尼斯·莱是该城市联合之路运动（United Way campaign）的主席。他的个人基金接收了2000年价值5 200万美元的安然股票，但公司破产后，基金减值到了240万美元。安然公司在休斯敦以外的捐赠中也很慷慨。它的大笔捐赠包括在促进计算机素养的“网络日”中向俄勒冈图书馆捐赠礼物。甚至是在其破产过程中，安然还向2001年“9·11”恐怖袭击中的受害者捐赠了100万美元。

特殊目的载体

在安然公司向SEC提供的信息披露文件中出现了一个奇怪的现象：子公司和有限合伙企业的名单越来越长，公司1995年向SEC提交的10－K表格中

包含了 200 多家此类实体的名单，它们中的大多数成立于两个传统的避税天堂——开曼群岛（CaymanIslands）或荷兰。这类实体的数量增多至 3 000 余家，在 2000 年末安然公司提交给 SEC 的 10 - K 表格中占据了 55 页的位置。虽然这并不寻常，但这并未吸引到人们的关注。这种实体多数是有限合伙企业、有限责任公司、合伙企业和像 SPEs 一样的商业信托。它们经常起奇怪的名字（如夏威夷 125 - 0、剥玉米皮的乡巴佬和鬼怪），但数量如此之多以致安然公司的前缀名都不够用了，有两家 SPEs 同命名为圣丹斯（Sundance）但却用于不同的项目也反映了上述情况的存在。

资产负债表的证券化

当结构化融资技术在 20 世纪下半期大力发展的环境下，SPE 的使用变得十分普遍，其将 SPE 中的资产证券化为现金流。安然公司的首席财务官安德鲁·法斯托，在欧洲大陆银行时从这些工具上获得了大量经验，之后在安然公司的业务中使用了它们。在平常的资产证券化中，SPE 中的利息将出售给投资者，出售所得将支付给向 SPE 转移资产的所有者。SPE 通常没有运营职责。它唯一的职责是持有资产并从资产的收入现金流中归集并支付要求的报酬。通常，SPE 的债务以它持有的资产作为抵押，而这些债务则由资产产生的现金流来偿还。这迅速为发行者带来了现金流，并为投资者提供了有担保的债务。

SPEs 经常用作提高 SPE 债务的信用等级，因为这些资产独立于向 SPE 提供资产的债权人。但是这种独立目标可能在某种财务要求被满足的情况下才能实现。特别地，财务会计准则 140 条（FAS 140）要求只有在外部投资者控制 SPE 并且在 SPE 中有大量投资时，才可将 SPE 的资产和债务从公司的资产负债表中移除。SEC 的首席会计师办公室在安然倒闭的几年前就认为，为了实现独立的要求，外部投资者不得不在 SPE 中至少拥有 3% 的实质性股权。SEC 的成员警告说在其他情形中，可能会要求更大比例的独立所有权，目的在于保证投资者能够控制 SPE。SEC 的警告在未来的几年里被忽视，在满足会计要求时，3% 的所有权要求成为所有 SPEs 保持独立性的不成文规则。在

安然倒闭后，通过拥有3%所有权的独立投资者来放弃控制权的说法变得可笑起来。一位评论者以安然的SPE为例说到："没有人会远离15亿美元的投资而将其让渡给仅占3%所有权的一般投资者。我不相信你让救世主来告诉我你放弃了控制，你没有放弃控制"。[①] 安德鲁·法斯托引述说，3%的要求是"胡说"，因为"一个园丁都可以持有3%的话，我也可以让我的兄弟去那样做"。

关于SPE的一个会计处理要求是，"独立"投资者3%的权益必须是确有风险的。但是安然参与到许多复杂的安排中，这些安排用来确保SPE远离其持有资产的风险。这些安排确保安然保留了交易的经济风险。安然的破产审查官总结，部分安然的SPEs并未要求真实的资产出售，因为安然保留了对资产的控制并继续对其价值下降（或利润增加）负有责任，同时也保留了对资产最终处置的控制。通过包括"整体收益互换"、看跌期权和将交易风险回归安然的环形交易等多种方法，资产的真实出售遭到了破坏。在一些交易中，安然对保护投资者免受损失有隐秘的理解（"相信我是公平的"），并且在一些情况下，让自己的员工假冒独立投资者。

资产证券化的另一个普遍特征是出售给SPE的资产将产生收入现金流，这些现金可用于支付给购买SPE的投资者。许多安然的SPE没有足够的收入现金流来满足支付投资者的要求。作为替代的是，安然提供各种担保和货币互换安排，保证对参与这些安排的SPE投资者的支付。安然公司将融资变回为更接近于传统贷款的形式，而非证券化。安然将整个过程进一步转换，以将SPE用于其他目的，比如在盯市的会计规则下，将折旧资产从安然的资产负债表上移除时，没有反映其价值的损失。安然宣称，资产"真实出售"给SPE的所得在资产负债表上以收入的形式体现，如果资产没有正确计量或者如果交易并非真实出售，上述收入计量将不再合适。

仙人掌和JEDI

安然第一批SPE交易业务中有一个叫作"仙人掌"，其从使用安然天然气

---

① "Enron: What Went Wrong," p. 16.

银行的生产商那里以应付燃气的形式购买了几近10亿美元的金额。安然将仙人掌SPE的所有者权益出售给如通用电力的机构投资者。那些投资者反过来又将燃气回售给安然，安然接下来再到市场中出售。除了将燃气回售给安然会带来是否将燃气真实出售给了SPE的问题外，这种模式并非对SPE的特殊使用。尽管如此，当安然向公众披露这一交易时，监管者和股东并未对此提出异议。安德鲁·法斯托当时在公司担任低级职位，他协助将仙人掌交易结构化。诉讼认为，他从纽约的一个商人那里剽窃了这个概念。

安然在1993年向SEC提供的文件中披露，它创设了一个叫作联合能源发展投资（JEDI）的实体，名字的首字母缩写来源于电影《星际大战》（Star Wars）。这个实体是按有限合伙方式成立的，安然的子公司和加利福尼亚公共雇员退休系统（Calpers）各占一半。这次合伙对安然来说是一个聪明的策略，因为Calpers是美国最大的退休基金和公司治理改革的带头倡导者。安然和Calpers同意各自向JEDI投资5亿美元。安然主要通过投入股票来满足这一承诺。

除了与JEDI的合伙关系之外，Calpers还是安然最大的股东之一，其持有350万股安然股票。Calpers从其与安然组成的合资企业那里盈利颇丰，八年来从与JEDI合伙中每年获得62%的利润。2000年开始的市场下行给了Calpers利润升值的机会。2003年，退休基金的资产从1 720亿美元下跌到1 366亿美元，跌幅超过20%。

1997年的夏天，安然为JEDI中Calpers的股权寻找买家。安然希望这次出售能够实现，这样Calpers就可在更大规模的合伙二号JEDI中投资更多的金额。Calpers为收购设定的最后期限是1997年11月6日，价格是3.83亿美元。这样做，虽然有点杂乱无章，但Calpers之后着手向JEDI二号投资5亿美元。JEDI二号同样也吸引了安大略教师退休金计划委员会（Ontario Teachers' Pension Plan Board）的投资，安然的破产审查官后来总结，此举也使得安然在1997年将其净收入高估了63%。

为了全部买下Calpers在JEDI中的股权，安然的首席财务官安德鲁·法斯托创设了名叫乔可（Chewco）的SPE。法斯托再一次从他在大陆银行的经

历中得到灵感，他用电影《星际大战》中的人物乔巴卡（Chewbacca）来命名。法斯托出于SPE的目的想变成乔可的独立投资者。当安然需要在向SEC递交的财务报告中披露法斯托的参与情况时，这个计划被放弃了，因为法斯托是安然公司成员的身份使其成为“关联方”。SEC长期以来都很关注关联方交易，此类交易在一臂距离内都不得谈判，关联交易对于公司股东们来说是不利的，也常常用来隐藏损失和其他问题。向公众披露此类交易被认为会减少它们的使用和滥用。

为了避免信息披露，法斯托属下的一名员工迈克尔·科珀（Michael Kopper）被挑选成为独立投资者。因为科珀并没有职位，他参与的交易就不会被视为关联方交易，他的参与也不需要在安然向SEC提交的文件中进行披露。因为在SPE中3%的持股要求被满足，科珀被视为了一名独立的投资者，按照略微反常的理论，他没有控制安然，所以他是独立的。科珀1986年从杜克大学（Duke University）毕业，之后进入了伦敦经济学院（London School of Economics）。他以前曾在化学银行（Chemical Bank）和多伦多自治领域银行（Toronto Dominion Bank）工作过。1994年科珀加入了安然，并在安然的环球市场营销团队（Enron's Global Marketing Group）担任总经理。法斯托和科珀在安然的表外业务活动对公司来说非常致命。

面具之下

1998年，安然公布了310亿美元的收入和7.03亿美元的费用后净利润。1999年的可比数据是400亿美元的收入和8.93亿美元的费用后净利润。随着阿根廷当地经济的瓦解，2000年安然花费了与资产相关的费用达3.26亿美元。尽管如此，2000年的收入也超过了1 000亿美元，净利润达9.79亿美元。2000年12月31日，安然的总市值为250亿美元。之后该公司的资产估值为650亿美元，是上一年的两倍，这是一个异常业务的明显现象。安然的资产出现了难以置信的200亿美元的增长，其在向SEC提交的财务报告中将这归结为“从价格风险管理活动中形成的资产”。

虽然安然接收了来自媒体的荣誉，但安然的财务状况正在恶化。为了

阻止下滑，安然试图以 32 亿美元（包括 11 亿美元的债务和优先权益）的价格将其波特兰通用（Portland General）的资产出售给塞拉利昂太平洋资源（Sierra Pacific Resources）。因为加利福尼亚电子市场的动荡，交易最终告吹。之后，安然转向了西北天然气（Northwest Natural Gas）并且就出售这些资产达成了协议，出售价格为 19 亿美元的现金和股票，其中 15 亿美元是现金。

安然的水务公司阿祖克斯（Azurix）也成为一个问题。阿祖克斯为解决其债务问题而公开发行股票。股票发行很成功，但阿祖克斯的问题在持续发酵，仅仅在 18 个月之后阿祖克斯就被安然于 2000 年后半年私有化了，价格为当时发行价的一半。为了消除安然公司资产负债表中即将到来的灾难，一个精心设计的财务合约被构建起来。这包含建立一个由安然公司和一个 SPE 共同拥有的持股公司，即名叫马林水务信托 1 号（Marlin Water Trust Ⅰ）的特拉华商业信托。这个 SPE 由 9 亿美元的债务和一小部分独立股权构成。其结构实际比解释的更为复杂。就如之后在《纽约时报》中所描述的：

1. 安然公司将股票出借给一个完全拥有的信托。

2. 股票被作为马林水务信托 1 号这个合伙机构的担保物。

3. 安然公司创建了一个叫布里斯托尔水务信托（Bristol Water Trust）的子公司来管理水务公司阿祖克斯，之后再从布里斯托尔水务信托借出现金。

4. 布里斯托尔水务信托承诺未来的债务支付从安然转到马林水务信托。

5. 马林水务信托从投资者那里筹钱。

6. 马林水务信托发行债务工具，承诺从布里斯托尔水务信托获得现金。

7. 安然公司通过布里斯托尔水务信托用 33% 大西洋水务信托（Atlantic Water Trust）的股权交换阿祖克斯。

8. 利用从投资者那里获得的资金，马林水务信托购买了阿祖克斯的新东家大西洋水务信托 67% 的股权。

9. 马林水务信托投资于大西洋水务信托的部分资金被当作贷款从布里斯

托尔水务信托流向安然公司。[①]

这个复杂的安排被认为是有必要的，因为阿祖克斯的表现实在是太差了，包括其在阿根廷的业务也很糟糕，阿根廷的经济在自由下落，导致该国出现了债务违约。有趣的是，布宜诺斯艾利斯供水公司（Buenos Aires Water Supply）和排水公司（Drainage Company）的破产引发了1890年巴林银行的恐慌。巴林银行是欧洲一家领先的金融机构，其对上述公司投资量很大，如果不是在18世纪恐慌期间英格兰银行的干预，该银行在死于流氓交易员的100多年前就破产了。阿祖克斯的崩溃也导致安然国际（Enron International）的领导人丽贝·卡马克（Rebecca Mark）的离职，安然在2000年末计提了3.26亿美元的费用来回购阿祖克斯股票。这个事件也将大约10亿美元的债务移到了安然的资产负债表上。

安然对巴西的电气公司伊莱克特（Elektro）的投资也损失了10亿美元。在印度投资30亿美元修建的发电厂简直就是一场灾难，因为从未投入过运营。安然宣布其正在物色将已建成但运营不佳的印度达波尔（Dabhol）电力设施以21亿美元的价格出售，但无人问津。21世纪以来，互联网经济的衰落给安然宽带服务公司（Enron Broadband Services）带来巨额损失，其披露损失了1.37亿美元。此外，安然的许多商人投资也纷纷跳水，几乎一半经营不佳。天然气价格在下降，这进一步增加了安然的困境。这些问题都是由于美国的经济下行和股市下跌带来的。

安然的一些管理人员后来声称，安然资产运营业绩的下降和对现金需求的增加导致了破产，但这些本可能通过其夏日计划（Project Summer）得以避免。这个计划试图在2000年将安然的国外资产以70亿美元的价格出售给由阿联酋总统谢赫为首的中东投资者。交易本来已接近完成，但后来又因为谢赫不得不接受肾移植和在年末前遭遇了其他阻止此次交易的问题而告吹。安然在终止其他交易上也遇到了麻烦，从而放弃了在沙特阿拉伯价值250亿美元的天然气项目，这个项目与几家其他的能源公司合资开展。西方石油公司

① Diana B. Henriques, "The Brick Stood Up Before. But Now?"

（Occidental Petroleum）取代了安然的地位。

第3节 安然公司的陨落

死亡螺旋桨

肯尼斯·莱（Kenneth Lay）2001年2月从安然公司退休，接替者是杰弗里·斯基林（Jeffrey Skilling）。斯基林在安然是一个被吹捧得很高的管理者，也是莱希望和最自然的继任者。当他被新任命为首席执行官后，他就上了《商业周刊》（*Business Week*）的封面，并被《价值》（*Worth*）杂志评为美国五大首席执行官之一。尽管有这些溢美之词，但安然的业绩持续下滑，股价继续下跌。关于安然正计划削减股息的谣言四起，这又进一步为股票带来压力。

通过这一点，华尔街开始质疑安然复杂的结构和商业模式。2001年3月《财富》（*Fortune*）杂志上登载了一篇名为"安然被高估了吗?"的文章，债务在大幅增加，但现金流与盈利比起来又显得很"微薄"。[1] 在文章里引用了斯基林的说法，这些问题是由于盯市会计准则所致，公司的资产可以轻易地通过证券化来转化成现金流。

这样做的一个例子是安然的甲基特丁基醚（MTBE）业务。MTBE是一种燃油添加剂，是为了让汽油燃烧得更高效和清洁，但一些州认为这种化学物会污染地下水，所以部分州禁止使用。在国会中，共和党人试图在能源法案中纳入一项保护MTBE生产者的条款，但民主党人却寻求推动MTBE在全国禁用。这场争论使急需的能源法案经过几年才得以通过。在任何时候，MTBE的生产是一项令人怀疑和衰退的商业活动，安然将对MTBE生产的投资通过一项名叫成才项目的交易出售给了安然的SPE。安然正尝试将该业务出售给独立的第三方，时间为六年，但出价是5 000万美元。但这并未阻止安然以

---

[1] Bethany McLean, "Is Enron Overpriced?" p. 122.

2 000万美元的价格将资产出售给它自身的SPE。作为交易的一部分，安然同意从SPE处回购该工厂的产出，并通过整体收益互换承担MTBE生产中产生的债务。从这项交易中，安然簿记了1.17亿美元的利润，这成为安然2001年第二季度一项主要的利润来源。

安然的问题在继续。它对SPE的披露缺乏被认为是制造一个“黑匣子”来挑战分析。斯基林开始自我辩护。一个卖空者与金融分析师一起参与了2001年4月的一个会议，要求安然提供上一季度SPE的资产负债表。斯基林回答说，资产负债表并不属于SEC要求限时提交的材料。质疑者认为安然是唯一一家需要长久等待才能披露资产负债表的大公司。斯基林回答，“非常感谢你，混蛋”，这个回答后来被多次引用。

当斯基林在就任安然首席执行官6个月后，其于2001年8月14日毫无预兆地辞职了，安然则由节节衰退进入了危机时期。斯基林说他辞职完全是因为“个人原因”，他想花更多的时间来陪伴家人。就个人而言，斯基林也表达了这样一种困惑，他无法阻止安然股价的下跌，安然股价在2000年8月时最高达到90美元，但在2001年的开初就跌到了83美元，在斯基林辞职后跌到了31美元。斯基林的辞职震动了整个华尔街，因为斯基林还很年轻（不到50岁），他曾被寄望于管理安然公司数年。他的辞职削弱了市场对公司的信心，由此导致的混乱使得莱只好重返公司。

谢伦·沃特金斯

莱回来后，随着安然问题的增加，他邀请员工向他说明员工们对公司的担心。安然公司的一名叫谢伦·沃特金斯的会计师用一封匿名信回应莱的邀请，他在信中说“斯基林的突然离开将增加公众对安然会计失当和市值问题的担心。安然在会计处理上很激进——特别是在猛禽（Raptor）交易和秃鹰（Condor）载体方面。”沃特金斯的信在继续：“我担心的是，脚注并不足以解释那些交易。如果完全解释清楚了，投资者将会知道我们在关联方脚注中描述的‘实体’资本不足，股权所有者将在游戏中没有赢面，这些实体的价值全部来源于金融衍生工具、安然股票和N/P的内在价值（不幸的是在此种情

况下是一个大损失)。”沃特金斯还说到,“我坚信,随着斯基林令人震惊的离开,揭示证据的可能性大大增加。太多的人在找寻一把冒烟的枪”。她接着说,“我非常紧张,我们会崩溃在会计丑闻的浪潮中”。

沃特金斯随后透露了自己的身份,接下来就关于安然 SPE 合伙表外负债的细节情况进行了长长的记录,尤其是关于猛禽和秃鹰的 SPE。她在讨论关于自己担心问题的一次会议中将此份记录交给了莱。很快,猛禽的交易业务就成为安然丑闻的核心。莱对沃特金斯作出了回应,他邀请安然的外部律师事务所文森埃和尔斯金(Vinson & Elkins)对她指控的交易进行了检查。律师事务所注意到了交易的很多方面,包括安德鲁·法斯托参与到许多 SPE 中。当律师们询问沃特金斯时,她说她的信息都不是建立在第一手资料基础上的;相反,是来自她从公司听到的谣言。

安然的审计亚瑟·安德森律师事务所(Arthur Andersen LLP)向律师建议,在脚注中披露沃特金斯提到的交易是比较令人舒适的。文森和埃尔斯金律师事务所在 2001 年 10 月 15 日发布了一个报告,虽然报告中仔细地注明了律师事务所没有检查公司关于那些交易的会计处理,但报告中并没有发现合伙中的会计处理不当。报告中进一步陈述整个事件可能导致“坏的表相”,将构成“不利宣传和诉讼的严重风险”,沃特金斯的记录使得亚瑟·安德森寻求进一步确保那些 SPE 是被独立地控制的。会计师事务所为该目的打造了一支工作团队:这些努力引发了导致安然溃败的事件。

沃特金斯从德克萨斯大学(University of Texas)获得了会计学学位,她早前作为一名会计师在亚瑟·安德森事务所工作了八年,在那里她帮助里昂纳·赫尔姆斯利(Leona Helmsley,“刻薄女王”和纽约市赫尔姆斯利连锁酒店的总裁)抵御逃税指控,虽然最后并不成功。在安德森,沃特金斯审计了楼·博格特(Borget)在安龙公司的交易活动,但审计并未发现违规行为。沃特金斯将失败归结于她没有经验:她说她被纽约吓到了,她在纽约进行了审计,被一个不成熟的合作伙伴所埋没。沃特金斯也在德国金属公司(Metallgesellschaft AG)的一个子公司 MG 金融交易公司(MG Trade FinanceCorp.)担任过商品支持金融资产的投资组合经理。该公司的一名交易员建立了一个对

冲交易头寸，当现货石油价格跌破了公司期货价格时，形成了超过 20 亿美元的损失。MG 平掉了该头寸，承担了损失，但被德意志银行（Deutsche Bank）安排的超过 20 亿美元的贷款拯救了，德意志银行拥有 MG 11% 的股份。参与其中的交易员被炒掉了，但其以诽谤和其他诉求向 MG 提起诉讼要求 10 亿美元的赔偿。诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒（Merton Miller）加入到日趋热烈的争论中，他在《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）中宣称 MG 的经理们都惊慌失措了，因为他们不懂期货市场，应该继续对冲来避免损失。但经理们宣称如果不是他们及时平掉头寸，公司将遭受 500 亿美元的损失。

沃特金斯在 1993 年加入安然，受雇于法斯托，在此之后德国金属公司的丑闻马上就见报了。她在对自己的奖金不满意后表达了对法斯托的反感。虽然沃特金斯因为向莱投诉而成为媒体眼中的女英雄，但她并未向 SEC 或其他的监管者告知她的担心。在安然公司破产前，她出售了自己的 4.7 万股安然股票。在此事件前，她宣称自己向莱提交的记录使得自己被囊括进了安然管理层的“内部圈子”，因为公司正在陷入混乱中。尽管如此，《时代》（*Time*）杂志将安然和其他丑闻事件放在一起在媒体中大肆批评，但将她和其他的举报人提名为 2002 年的年度人物。之后，沃特金斯着手将她的经历写成一本书。[①]

会计披露

2001 年第二季度，安然公司公布的净利润是 4.04 亿美元，但公司因为下跌的股市和不景气的经济而变得很紧张。在这些问题之外，还有 2001 年 9 月 11 日的恐怖袭击，使得股市在第三季度关闭了超过一周。当重新开盘后，股市经历了从 1940 年法国沦陷于德国侵略下的单周市值最大跌幅。袭击为经济带来了巨大的损失。安然也不能逃脱袭击带来的打击，但更多的伤害来自一系列导致其破产的会计披露。

2001 年 10 月 16 日是收到文森和埃尔金斯澄清猛禽和秃鹰交易报告的第

① Mimi Swartz with Sherron Watkins, *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron.*

二天，安然发布了其第三季度的盈利报告，声称比起上一年度的第三季度，在经常性收入中，每股摊薄后有9美分的增长。肯尼斯·莱在其恢复成为安然公司的董事长兼首席执行官后，坚称公司“对强劲的盈利增长非常有信心”。[①] 但是，第三季度的报告将记录一次性的税后费用为10.1亿美元，导致了该季度6.18亿美元的损失和股东权益12亿美元的减值。

10.1亿美元的费用包括从安然对阿祖克斯水务体系的投资中减记2.87亿美元，重建宽带服务业务花费1.8亿美元，对新电力控股（The New Power Holdings）和其他的投资损失5.44亿美元，和“在第三季度提前终止与之前披露的一些实体的结构化融资安排”。[②] 当阿祖克斯被安然私有化后，2000年末其成为3.26亿美元的减记对象，阿祖克斯的债务也移到了安然的资产负债表。阿祖克斯的衰落在继续，安然被迫计提了2.87亿美元的费用。肯尼斯·莱拒绝了分析师提出的建议，分析师认为通过马林拥有阿祖克斯的整体结构对安然构成了未来的损失。事实上，这个意在从安然的资产负债表上移除阿祖克斯的结构，被安然的保证偿还马林债务的协议破坏了，该债务偿还需通过现金或在现金不足时通过出售安然股票完成。阿祖克斯资产的进一步恶化确实为安然带来更大损失。

LJM

安然10月15日公告中提到“之前公布的实体”是指LJM2号联合投资有限合伙企业（LJM2 Co-Investment LP），其成立于1999年10月。这个实体由安德鲁·法斯托和迈克尔·库珀来管理。法斯托是这个实体的一般合伙人。LJM2号有数位机构投资者，包括美联银行（Wachovia bank）、GE资本（GE Capital）和阿肯色教师退休金计划（ArkansasTeachers Retirement System）；后者投资了3 000万美元。美林证券是定向增发的销售代理机构。LJM Cayman LP（LJM凯曼有限合伙企业，LJM1）先于LJM2号成立，LJM1号由法斯托在1999年6月成立。瑞士信贷第一波士顿（CSFB）和国民西斯敏银行（现在的

① Batson, First Interim Report, p. 2.

② Batson, First Interim Report, p. 3.

苏格兰银行）的一家附属机构在 LJM1 号中作为有限合伙人各自投资了 750 万美元。

LJM 的名字来自法斯托的妻子李（Lea）和他们两个儿子的名字首字母，其中一个儿子的名字叫杰弗瑞·斯基林。法斯托已寻求并获得授权，根据安然董事会制定的利益冲突规则放弃部分职位，这样他就能担任 LJMs 的一般合伙人。但是，2001 年 7 月，法斯托将他在 LJM 结构中的股权出售给了迈克尔·库珀（Michael Kopper），因为担心分析师和报道者们会质疑法斯托的介入。库珀用来购买的资金中有一部分来自安然购买库珀持有的乔可（Chewco）权益。安然首席财务官理查德·考西（Richard Causey）同意法斯托的观点，认为安然的雇员们应该能够参与并从 LJM 结构中获利。法斯托和考西同意在全球银河协议（Global Galactical agreement）下 LJM 实体购买安然资产产生的任何损失都将会被接下来的交易所弥补。考西向法斯托报告工作，此前他在亚瑟·安德森事务所担任会计师，当时他负责安然的会计工作。考西并不认为他首席会计师的身份是扮演守门人的角色。相反，他的目标是确保安然能继续向外报告盈利增长以满足分析师们的期待。考西得到了很好的回报，从 1998 年到 2001 年共收到 1 300 万美元的股票期权补偿。

LJM1 和 LJM2 都是法斯托成立的，目的是为表现不佳的安然资产创设一个未来买家——为安然提供了一种将此类资产移除出资产负债表的方法，并从出售中获得盈利。用作这种目的的 LJM2 交易包括波兰的在建电厂诺华·萨日纳（Nowa Sarzyna）和 MEGS 有限责任公司，后者是在墨西哥湾（Gulf of Mexico）的天然气生产商。之后提起的一场集体诉讼指控波兰电厂只是暂时以 3 000 万美元的价格卖给了 LJM2。此次出售使得安然簿记了 1 600 万美元的利润，之后虽然电厂的价值并无显著增长，但安然又以 3190 万美元的价格回购了电厂。LJM 结构也用于将其他的投资从安然资产负债表中移除。这些交易起的名字都十分怪异，如科尔特斯（Cortez）、生皮（Rawhide）、圣丹斯（Sundance）、黄松（Ponderosa）、萤火虫（Firefly）、合资公司（JV - Company）、红杉（Sequoia）、夏延（Cheyenne）、切诺基（Cherokee）、蓝狗（Blue Dog），玛尔戈红葡萄酒（Margaux）、狼泉（Coyote Springs）、乔克托族

（Choctaw）、西风（Zephyrus）和鱼尾（Fishtail）。

LJM2 创建了四只 SPEs 分别叫作猛禽 1 号到 4 号。这些实体用来对冲安然的不同资产。这一步骤是必要的，因为只有对冲，安然在市值下跌时，才能在盯市的会计规则下减少资产负债表中那些资产的价值。使用猛禽后，安然得以对冲 9.54 亿美元的资产减值。对冲意味着有别的人正在吸收损失，在这个案子中吸收损失的是猛禽。但是，猛禽用来吸收损失的资产是安然的普通股和新电力控股（New Power Holdings）股票的认股权证，新电力控股是安然的又一个关联方。这是一个奇特的对冲，因为事实上安然通过向猛禽发行股票来弥补自身的资产损失。换句话来说，安然就是用自己来对冲自己。

安然股票的市值下跌导致了部分猛禽的资产不足以覆盖其负债。为了避免在 2000 年年终报告 5 亿美元的损失，猛禽之间互为担保了 45 天（事实上是整合了所有猛禽的资产）。这种支持安排使用了猛禽中那些仍在水面之上的资产来为那些并不十分良好的资产做抵押担保。这些紧急性措施只能暂时缓解猛禽主要资产的继续恶化，主要资产基本是安然股票。因为猛禽价格的不断下跌，安然被迫通过将其从 LJM2 回购来注销猛禽。这导致了安然在 10 月 16 日宣布从与猛禽相关的交易中损失 5.44 亿美元。

新电力公司

安然 10 月 16 日宣布的损失中还包括新电力控股公司（New Power Holdings Inc.），该公司是新电力公司（New Power Company）的上市公司，其于 2000 年 10 月 5 日以 21 美元每股的价格首次公开发行了 2 400 万股。新电力控股用作持有安然的住宅零售能源业务，该业务从未盈利过，在 2000 年时甚至以 2 500 万美元的损失收入了 780 万美元。非关联（非安然）投资者为支持其运营，已注入了 1 亿美元的现金资产来交换股票和新电力公司的认股权证。加利福尼亚政府雇员退休金计划（Calpers）向这家合资公司注入了 4 000 万美元。

安然参与到与新电力公司有关的许多极为复杂和充满争议的活动中来。安然持有新电力控股公司的认股权证。安然以每股 5 美分的价格行使了 1 500

万股新电力控股公司的认股权证，以每股 9.69 美元的价格行使了另外 1 030 万股，这为安然带来了巨大的利润，因为新电力控股公司首发时的价格是每股 21 美元。安然通过一系列复杂的交易将那些认股权证货币化了，其中包括将一部分认股权证注入一家名叫麦加里特 1 号（McGarret I LLC）的实体，之后又将其以 2 000 万美元的价格转移给了一个特拉华信托——夏威夷 2 号信托（Hawaii Ⅱ Trust），之后再被分配给安然。此次交易通过加拿大帝国商业银行（CIBC）安排的银团贷款获得了融资。

安然与夏威夷 2 号信托达成了一个利息总收益互换，在交易中安然同意偿还融资本金和利息以此交换从麦加里特 1 号收到的资金。安然报道收到了 2 000万美元，这些资金来自夏威夷 2 号的利润表和现金流量表上用于投资活动的现金流。这个过程在另外两笔 5 500 万美元的交易中重复。用这类交易的一个变种另外筹集了 9 090 万美元，其中一部分用来偿还了麦格里特 1 号的贷款。通过与这些交易有关的总收益互换，安然用盯市会计方法确认了 2.14 亿美元的收入。借助 CIBC 的融资，安然通过向另一家信托出售这个结构的一部分资产获得了另外 2 640 万美元。

当安然的互换价值随新电力控股公司的股价下跌而下降时，安然面临着损失风险。安然新创设了两家实体来对冲这种风险，它们分别叫作叉角羚 1 号有限责任公司（Pronghorn Ⅰ LLC）和豪猪 1 号有限责任公司。叉角羚是安然的子公司，豪猪由叉角羚和 LJM2 持有。豪猪的主要资产由新电力控股公司的 2 410 万份认股权证构成。如同安然的破产审计官后来提到的："基于 21 美元每股的首次公开发行价格，这些认股权证在减去相关债务后还拥有 2.46 亿美元的理论价值。但是，如果新电力控股的市价下跌，豪猪满足对冲之下债务的能力会受到侵蚀，因为市价下跌会增加豪猪向叉角羚偿还的债务，同时降低其履行债务的能力"，上述情况后来真的就发生了。[①] 这次的损失并没有被报道，因为在它们终结前被猛禽交叉担保。

有关夏威夷的交易被延展到了其他领域并且在其中使用了信托，信托用

① Batson, First Interim Report, p. 33.

于不时地从多个资产中获利，事实上是增加循环贷款额度。夏威夷信托从安然宽带服务商和其他安然实体资助的SPE那里以4.36亿美元的价格购买了资产。这些交易的现金由CIBC的一家分行以15%的年利率提供。交易再次由总收益互换来对冲，其赋予了安然在SPE持有资产增值时的受益权，同时也使得安然对其损失负责。因为那个安排及其他因素，安然的破产审计官总结认为这些交易事实上就是贷款。尽管如此，在安然的利润表上，从夏威夷交易中获得的现金仍以出售收入体现，在现金流量表上以经营活动的现金流形式来体现。

崩溃

更多的坏消息很快就来了。《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）和其他报纸集中质疑法斯托在关联方交易中扮演的角色。这使得安然的董事会开始调查这件事：就是在这个时候，董事们发现声称在LJM1中投资了500万美元的法斯托，实际上在那些实体中赚取了大额利润。2001年10月24日，安然宣布法斯托被行政放假。

法斯托的离开对安然而言是巨大的打击，其股价像自由落体一样下跌，在10月的最后10天下跌了1/3。安然的披露破坏了其进入资本市场的通道。在这种环境下，公司失去了大量足以威胁其持续经营的现金，不得发行新股和长期债券。安然的问题导致了信用评级机构质疑安然投资级别的评级。那些评级机构将安然调为“信用观察”，这进一步削弱了安然的信誉并随着现金需求的增加威胁到安然的生存。安然信用评级的任何降级都会对安然营运资金的核心来源——商业票据市场——构成威胁，在这个市场中类似安然的大公司会发行短期无担保本票。安然在2001年10月大约有18.5亿美元的未结清商业票据需要循环。公司会计丑闻的揭露严重损坏了其在货币市场的信誉，使得其循环发行商业票据时变得更加困难和昂贵。许多大型企业有备用信用额度，以防它们因各种原因被禁入商业票据市场。安然也不例外。该公司共有总额超过30亿美元的未用信用额度。安然在2001年10月25日动用了这个额度，使用了资金的一半多来偿还商业票据债务。安然以管道为抵押又增加

了10亿美元的信用额度。

肯尼斯·莱通过与戴纳基公司（Dynegy Inc.）合并来拼命寻求拯救安然公司的办法，戴纳基公司之前是被安然交易员鄙视的竞争对手。戴纳基公司是在1984年成立的天然气清算所，它将卖家和买家配对但自己不获取所有权。戴纳基公司在创始人查克·沃森（Chuck Watson）的带领下，是一家比安然小很多的公司，资产不足安然的一半，但仍然是美国30家最大的公司之一。戴纳基公司在1995年上市，并且在能源行业扩张发展。戴纳基公司的股价从每股8美元上涨到每股50美元，戴纳基公司将与安然的合并视作一次机会。2001年11月9日，戴纳基公司宣布公开发行90万股股票。合并后戴纳基公司最大的股东雪弗龙德士古公司（Chevron Texaco Corp）将向安然注入15亿美元的现金。这笔支付现在看起来很可笑，事实上德士古公司之后保持了该国历史上最大的破产纪录。

在与戴纳基公司合并宣布前的一天，安然宣布其重新修订了1997年到2000年和2001年前两个季度的财务报表。修订减少了上述时间区间的收入合计达5.86亿美元，股东权益减少了超过20亿美元，债务增加了25亿美元。安然宣布的损失中包括SPE的部分，含乔可投资有限公司（Chewco Investments LP）、JEDI有限公司和LJM1。安然也公布了安德鲁·法斯托从安然SPE的运营中获得了3 000万美元。真实的金额其实是这个数字的2倍。

乔可

乔可是安然1997年创设的实体，旨在使JEDI被加利福尼亚公共雇员退休金计划（Calpers）收购后再出现在安然的账上。乔可是由安然的外部咨询文森和埃尔金斯（Vinson & Elkins）在48个小时内匆忙拼凑起来的。在交易中使用了“肮脏关闭”的手法，意味着安然并未为乔可设置3%的独立投资者。安然计划在年末前更正此种情形，因为如果未找到3%的独立投资者，届时此交易将被反映在安然的账上。交易不得不以这种方式关闭，因为Calpers的截止期不允许有组织安排合适的SPE结构的时间。

乔可实际上通过从巴克莱银行（Barclays Bank）和大通曼哈顿银行

（Chase Manhattan Bank，现在是摩根大通）获取过桥贷款来融资。银行大约为Calpers的收购提供了3.83亿美元的融资，很显然目的是想将这些贷款当作股权投资，至少暂时是，预付款文件与贷款借据很类似，但并不叫作贷款，而是被称为“融资协议”和“证书”。银行收到的“收益率”事实上就是利率。破坏股权投资这个光环的是安然担保银行免于损失。

乔可之后签署了数个协议旨在满足独立投资者的要求，但之后又被批评没有满足标准。特别是，1 149万美元的股权由迈克尔·库珀和威廉·多德森（William Dodson）提供，库珀是为安德鲁·法斯托工作的安然雇员，多德森是库珀的内部合作伙伴。3%投资中的大部分资金来自巴克莱银行给大河（Big River）和小河（Little River）两个实体的贷款，这两个实体都被库珀所控制。为保证这些贷款的安全，巴克莱得到了658万美元的现金担保权益，资金来自乔可出售JEDI的资产。这样，银行预付给大河和小河的资金就仅剩下490万美元的风险敞口。

该预付之后收取了658万美元的担保权益，这否定了在JEDI中外部投资的独立性，要求安然的资产负债表中包括该实体。几百万美元的短缺导致了安然这个价值数十亿美元公司的破产。库珀和多德森只贡献了他们资金中的12.5万美元就成为立投资者。甚至这些资金后来都被认为是不独立的，因为库珀是要向法斯托汇报的安然雇员。当然，如此小的金额在任何时候都不足以支持库珀的独立性和控制力，至少是在现实世界一笔价值超过3.83亿美元的交易中。任何理性的公司都不会将公司的控制权交由一个持股份额如此之小的投资者。事实上，在公平交易中，甚至1 149万美元的投资都不会被赋予这种地位，除非事实上确实是一笔公平交易。

这次交易对库珀来说是有利可图的，他从1997年末开始介入到1999年，从乔可那里收到了150万美元的管理费。此外，2001年3月，安然以3 500万美元的价格收购了JEDI中乔可的权益。库珀和多德森在早前共计750万美元的支付外，还收到了收益中的300万美元。他们也收取其他费用，包括在当年后期作为“税务补偿”的另外260万美元，当时安然的内外部律师都对此表示反对。库珀和多德森总计收到了1 470万美元，对于一笔12.5万美元的

投资这是一个不错的收益。库珀向法斯托的妻子支付了5.4万美元，感谢她为乔可所做的工作。此外，库珀以非税收入的“礼物”形式向法斯托及其家庭成员支付了共计6.7万美元。

就如安然丑闻的序幕在2001年10月慢慢揭开，法斯托的利益冲突问题受到了审查，亚瑟·安德森开始审查乔可的交易。他的结论是，乔可并不符合SPE的处理要求，因为它并没有必要的3%的独立投资者，原因是巴克莱银行之前向其提供了658万美元的资金，其将担保权益转让给了银行。很多问题导致了安然于2001年11月8日重新再一次修订利润，这次修订将1997年的债务调高了7.11亿美元，将1998年的债务调高了5.61亿美元，将1999年的债务调高了6.85亿美元，将2000年的债务调高了6.28亿美元。

白翅

安然于2001年11月14日再次向金融分析师披露了另一个问题。这次披露包含白翅有限合伙企业的问题。白翅是一家安然的实体，它在欧洲和南美进行与能源项目有关的商人投资，包括巴西电气公司伊莱克特（Elektro）。白翅为安然开创了循环信贷结构，通过此种安排购买了16亿美元安然糟糕的商人投资项目。此举名叫速度1和速度2，将那些投资从安然的资产负债表上移除，同时向其提供现金。白翅的结构很复杂，包含许多SPE，这些SPE包括T鸟、鹈鹕、乌鸦、秃鹰、翠鸟、白鹭、苍鹭、蓝鹭、鱼鹰、梅林、中心地带、优胜美地、色雷斯、特拉克亚和普洛麦格。

这次融资由鱼鹰信托提供资金，安然创设了鱼鹰信托，该信托向机构投资者通过发行私募票据筹集了24亿美元资金，其中包括许多互助资金。鱼鹰的债务由安然转移给白翅的资产进行担保。如果担保鱼鹰债务的资产不足，安然承诺发行5 000万股的普通股并且同意发行额外的股份。通过此种安排，安然在2000年将42亿美元的债务移出资产负债表，同时通过操作确认了4.18亿美元的现金资产。但是，转移给白翅的资产在2001年几乎贬值了60%，价值不足20亿美元。市场和经济大环境都对安然不利。这个结构中的支付触发令要求在信用评级和股价下跌时安然需支付24亿美元。

失败的影响

随着安然走向破产，它的管理者们向联邦政府寻求帮助。在过去的几十年，在克莱斯勒（Chrysler）和洛克希德（Lockheed）要倒闭的时候，政府已经出手援救过它们了：这两家公司最后都成活了。1998 年，纽约联邦储备银行向几家大型金融机构施压要求其安排对一家大型对冲基金公司——长期资本管理公司（Long Term Capital Management）的救助，因为担心它的倒闭会给经济带来负面影响，当时经济正遭受远东和俄罗斯等外部国家主权违约的压力。出于其他原因，安然也希望政府的援助能很快到来。经济正在承压并走向衰退，股市正在自由落体般下滑。“9 · 11” 恐怖袭击在经济板块上凿了一个大洞，包括航空业，其受到了政府必要的支持。这为安然提供了一个先例，特别是一家如安然这样巨大且知名度高的公司，引起了大家对可能发生市场恐慌的担心。

几位安然的管理者与布什政府走得很近。肯尼斯 · 莱是现任总统和前任总统布什的私人朋友。布什政府向莱提供了一个内阁的高级职位，在 1992 年的选举中莱以副主席身份参与布什竞选活动，虽然最后以失败告终。就如后来媒体在报道中嘲弄，他们的关系如此之近，乔治 · 布什叫他莱的小名“肯尼男孩”。莱在乔治 · 布什竞选得克萨斯州州长的活动中贡献很大，虽然竞选令人沮丧。在布什进入白宫期间他担任了顾问角色。安然的高管们和其政治行动委员会向乔治 · 布什和共和党的选举总共捐助了 70 万美元。肯尼斯 · 莱和安然向布什的就职委员会签署了总共 20 万美元的支票。此外，安然的官员还向众议院的 186 名成员和 71 名参议院的竞选活动提供了资助。

一名退休的美国陆军准将和参谋长联席会议主席的执行助理托马斯 · 怀特（Thomas E. White），在加入布什政府担任军队秘书前已经是安然的一名高级管理人员。为了满足道义上的担心，他出售了自己价值超过 2 500 万美元的安然股票，在取得了军队职位后，他又出售了同等数量的期权，获取了较好的收益。在安然和布什政府之间还存在其他关系。总统的经济顾问劳伦斯 · 林赛（Lawrence Lindsey）已经是安然的咨询顾问并且拥有大量的安然股票，

他在进入白宫前仍未将这些股票出售，为此受到批评。总统的政治顾问卡尔·罗夫（Karl Rove）曾持有价值超过10万美元的股票，在因持有大量公司股票可能会导致向白宫寻求优惠待遇而饱受批评之后，他才出售了股票。后来被证明，这次出售只是一个偶然事件。另一个政府官员、副总统理查德·切尼（Richard Cheney）的参谋长I. 刘易斯·利比（I. Lewis Libby）也拥有安然公司的股票。

从消极的方面来说，当安然在切尼能源特别工作组的成员选择中具有一定发言权的事情被揭露后，安然公司成为许多报纸报道的对象。这次披露带来了政治纷争并导致特别工作组和总会计办公室之间的争斗，总会计办公室是国会的调查小组，它寻求获取特别工作组的记录来评估利益冲突。寻求这些记录的诉讼导致法院要求作出披露，问题一路到达最高法院，最高法院又将问题返回给低级别的法院作进一步的思考。

虽然与布什政府的关系很近或者也许正是因为这些关系，安然寻求政府援助的努力并没有成功。美联储主席格林斯潘、财政部长保罗·奥尼尔（Paul O'Neill）和商务部部长唐·埃文斯（Don Evans）都拒绝了安然公司的援助请求。花旗集团执行长、克林顿时期的美国前财政部部长罗伯特·鲁宾（Robert Rubin）代表安然公司致电也并没有用，即使花旗集团因为向安然公司支付了成千上百万美元的资金而使其在安然公司的持续经营上有直接和即时的利益。即便是陆军部长也被证明是有责任的，因为其与安然公司的关系受到了质疑。在此之后他辞职了，他的信誉也因为他在安然公司服务过（媒体声称他在安然公司所带领部门的盈利增长了数百万美元）并与国防部部长唐纳德·拉姆斯菲尔德（Donald Rumsfeld）因为新武器系统争吵而遭到削弱。

死亡的阵痛

安然能从银行获得另外10亿美元的现金，但安然需要的更多。这家公司在一周内消耗了大约20亿美元的现金，随着信用评级的降级，它面临着更大的问题。如果安然的信用评级跌到投资级别以下，它拥有的许多结构性融资安排将触发对外支付。一部分要求现金支付，但是另一部分要求增发更多的

安然股票来作为抵押。从 5 月以来，随着安然资产的贬值，这些触发点就一直在被触发。一个叫作生皮的交易就因为其信用评级降低到刚刚位于投资级别上而被触发，要求安然支付了 6.9 亿美元。

2001 年 11 月 19 日，安然就第三季度的情况进行了宣布，公司在财务状况上出现了明显下滑。那天安然的高管们与公司的牵头银行见面会告知他们，除在资产负债表上的 129 亿美元负债外，安然还有更多的表外和其他债务共计 250 亿美元。在宣布后，银行都不再愿意向安然提供更多的资金。当披露在与戴纳基公司完成合并后，肯尼斯 · 莱将收到 6 000 万美元的遣散费后，便引起了更多的争议。随后的批评导致莱放弃了这笔费用。在安然持续披露其会计处理错误的情况下，无论如何，与戴纳基公司的合并算是泡汤了。安然起诉戴纳基公司的中途退出并且能在处置中收回 8 800 万美元，但即便是这丁点儿钱也只能在安然破产后收回。戴纳基公司也有自己许多的会计问题，这要求它重估 2000 年和 2001 年的收益下滑。尽管如此，查尔斯 · 沃森仍被允许持有那些年他收到的 1 000 万美元并被仲裁员裁定可收到另外 2 200 万美元遣散费。

当安然公司与戴纳基公司的合作泡汤后评级机构将安然公司的评级下调到投资级别以下。这触发了安然公司结构性融资中总计 40 亿美元的债务加速条款。安然公司被迫关闭其交易业务，因为交易对手都不跟信用评级在投资级别以下（垃圾债券）的交易商开展业务。这意味着安然的终结。安然的死亡阵痛很难看。2001 年 11 月 28 日，安然的股价从 90 美元的高点下跌到仅为 61 美分每股，当天，安然的交易量也创下了单日单只股票的新纪录，全天交易了 1.818 亿股。

破产

2001 年 12 月 2 日，安然被判破产，在当时是美国历史上最大的破产案。之前的纪录由德士古公司保持，它因不正当行为破坏了盖蒂石油和宾索石油的合并而被判罚 91 亿美元，之后它受到重击而寻求破产保护。之后，德士古公司以 30 亿美元解决了问题，但其破产了。破产之后，安然的股票也从纽约

证券交易所退市了。安然未偿债务侵蚀了其股东股权，据报道，在 2001 年初就达到了 110 亿美元。超过 5 500 名安然雇员在递交了破产请愿书后被解雇。他们每人都收到了 1.35 万美元的遣散费，但安然向数名管理人员发放了5 000 万美元作为让他们再呆 90 天来协助安然处理破产的条件。这激起了媒体和其他员工的愤怒。破产法院也对向管理人员支付大额资金提出了质疑，特别是向肯尼斯·莱、杰弗里·斯基林和安德鲁·法斯托的支付。尽管如此，破产法院还是同意对认为有必要协助安然进行重组的管理人员保留了奖金和遣散费。资金在 2002 年为 3 820万美元，在 2003 年为 2 900 万美元，在 2004 年为 3 620 万美元。

破产法院任命的破产审查员尼尔·巴特森（Neal Batson）得出结论，安然欠债权人的债务超过 670 亿美元。摩根大通和花旗集团宣称持有的债权超过 40 亿美元。没有人期望从破产法院那里收回资金，因为安然已经缺少资产来支付债权人了。破产审查官也在积极寻求使银行的债权无效或退居其次的办法，以此来惩罚银行安排奇异的结构化融资产品将安然的债务从资产负债表中移除和向投资者及其他债权人粉饰公司的财务状况。

安然的破产变成了曾经最昂贵的破产之一。到 2003 年年终，律师和会计师们收取了 4 亿美元的费用来替债权人索赔。这比以往任何破产评估量的两倍还多。巴特森因为安然的房地产报告而收取了 9 000 万美元，这份报告共计 4 500 多页，包含了 1.4 万处脚注。安然的会计和其他法律费用预计超过 10 亿美元。参与诉讼的破产专家公司克罗尔·佐夫·库珀（Kroll Zolfo Cooper）正在寻求收取 6 300 万美元费用加上 2 500 万美元成功费。这家由史蒂芬·库珀（Stephen Cooper）率领的公司在安然的破产流程中处理了大部分的重组事务。

安然开始为出售和重组集中资产。此外，公司开始对因虚假收入而多缴的税款要求退税。破产审查官对数个“独立”的安然 SPE 结构提出质疑，目的是使其剩余资产能够移入安然地产以保护债权人的利益。因为安然的许多资产价值大幅贬值，所以复苏受到限制。比如，安然曾于 2000 年以 20 亿美元的价格收购了一家国际大型金属营销公司——上市公司 MG（MG PLC）。不到两年之后，这块业务在破产时以 1.45 亿美元的价格出售了。瑞银华宝

（UBS Warburg）购入了安然的交易业务，然后配备了 650 名交易员，条件是将未来业务利润的一部分支付给安然地产。这次收购并不成功：即便有大额奖金，许多交易员还是离职了，休斯敦的交易业务被关闭，之后搬到了康涅狄格州（Connecticut）的斯坦福德（Stamford）。

安然的破产法院能从资产出售中为债权人获取一定的资金，包括从能源合同结算中获取 30 亿美元和出售安然的办公大楼获得 10 亿美元。安然在北美的管道也出售给了 CCE 控股（CCE Holdings），这家公司由南方联合公司（Southern Union Co.）和通用电气（General Electric）所有。波特兰通用电气（Portland General Electric）以 23 亿美元的价格出售给德克萨斯太平洋集团（Texas Pacific Group）后还剩下什么引起了一场战斗。一些消费团体和商业团体抵制出售，因为担心电费上涨。总体而言，破产审查官从资产出售中归集到了约 120 亿美元，使无担保的安然债权人每 1 美元的债务有望获得 20 美分的偿还。一些安然附属机构的债权人每 1 美元的债务将收到 22.5 美分的偿还。希望永无止息。安然的股票 2003 年 1 月在柜台交易的价格是 9 美分每股，2002 年末这个价格是 4 美分每股。

鲍尔斯报告

安然董事会成立了一个特别调查委员会，以审查安德鲁·法斯托从事的利益冲突交易。该委员会由外部董事组成，这是一个标准的公司治理实践，通常用于处理违反受托责任和阻止政府调查。尽管安然破产了，但调查还在继续。德克萨斯大学法学院院长小威廉·鲍尔斯（William Powers Jr.）担任了委员会主席。调查实际由华盛顿的威尔默·卡特勒和皮克林（Wilmer Cutler&Pickering）律师事务所合伙人威廉·麦克卢卡斯（William McLucas）来开展。他是美国证券交易委员会执法部门的主任，他在 SEC 工作时起诉了 20 世纪 80 年代内幕交易丑闻中的两位主犯伊万·博斯基（Ivan Boesky）和迈克尔·米尔肯（Michael Milken）。

实际由麦克卢卡斯准备的鲍尔斯报告于 2002 年 2 月 1 日递交给安然董事会并予以公开。调查开展和报告起草的原因并不清楚，尤其是考虑到花费了

大量费用：大约耗费了超过400万美元的费用。报告同样也削弱了可能重组安然的机会，仅用来对一些小问题作出反应，并且破坏了安然公司及其交易业务尚存的持续关注价值。报告引起了更多对安然的诉讼，并在媒体上日益营造出一种对该公司的消极氛围。

鲍尔斯报告发现，安然公司的外部会计师事务所亚瑟·安德森（Arthur Andersen）在会计处理和交易结构化方面提供了广泛的建议。“安然公司的记录显示，因在LJM和乔可交易相关的咨询，安德森向安然公司收取了570万美元，这笔费用远高于及超出其定期审计费用”①。安德森后来承认，其认为LJM符合出表会计处理要求的结论是错误的。这对安然和安德森都是一个代价昂贵的错误。

鲍尔斯报告在回顾了LJM合伙关系中法斯托的作用后，得出结论，即便通过了安然公司董事会的批准，这项安排“从根本上来说是有缺陷的”，不应该被允许。② 后来发现，对与法斯托关系的控制不足。此外，安然经常回购它卖给LJM的资产，并在某些情况下为保护LJM免于损失而否定“真实销售”。鲍尔斯报告中的一个关键发现是，以“技术失败”来满足乔可3%独立投资者的要求导致了安然的灭亡。③ 鲍尔斯报告无法确认安然不能满足SPE独立投资者要求的原因是什么。安然公司的员工公司利益为“每一个激励”，以确保乔可遵守这些规则：“我们不知道这个错误是因为安然员工或安德森的错误判断或者粗心，还是由于库珀或者其他人将自己的利益置于对安然的义务之前。然而，后果影响是巨大的。”④

鲍尔斯报告总结道，对SPE的不当使用允许了安然藏匿了大额损失，安然宣称损失被对冲掉了，但并没有披露用来对冲的是安然自己的股票。此外，

---

① Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp., p. 5.

② Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp., p. 9.

③ Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp., p. 5.

④ Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp., p. 7.

安然很多的SPE是靠安然股票和其他证券来提供资金的，而不是要求的独立投资者。结果，这些交易的记账都是错误的，并且在一年多的时间里扭曲了安然的报告利润，总量超过10亿元，直到安然灭亡。SPE在2000年是安然利润的主要来源。2000年的后两个季度，公司公布了6.5亿美元的利润；猛禽交易的利润占到了80%。

鲍尔斯报告引用了猛禽和一项涉及节奏网络连接（Rhythms Net Connections）的交易，节奏网络连接是一家通过数字技术寻求提供高速互联网接入的公司。这是安然的商业投资之一，在最初展现了巨大的成功。节奏网络连接公司在首次公开发行后股价大幅攀升。安然担心，在盯市的会计准则下，如果股价下跌，公司不得不在资产负债表上反映公司价值的下降。安然寻求对此进行对冲，它让一家SPE向安然出售节奏网络连接公司股票的看跌期权。那家SPE由安然的股票提供资金。安然再一次地在本质上进行了自我对冲。鲍尔斯报告总结认为，这些对冲真实的是"会计对冲"而非经济对冲，旨在为安然的商人投资规避盯市会计准则。后来事实证明，2001年节奏网络连接公司股票贬值并且变得一文不值，之后该公司就停业了。这个证据表明，套期保值是审慎的，但这个套期保值使用的标的物是错误的。为了让对冲有效，当节奏公司的股价下跌时安然的股价需要上涨。但这在市场整体下跌时是不会发生的，正如2000年时的情况。在此期间，安然股票本身就在暴跌。

鲍尔斯报告发现，当JEDI持有的安然股票价值收入增加时，安然作出了记录，这种会计处理方法是不被允许的。此外，当安然股价下跌时，猛禽无法履行其对冲义务。安然仅仅是以提供8亿美元自身股票的形式提供进一步融资，这使安然避免在2001年第一季度报告大额损失。但即使是这个手法也失败了，因为公司的股价继续暴跌，导致安然公司在2001年10月16日宣布为收入计提5.44亿美元的费用支出。

鲍尔斯报告特别抨击了安德鲁·法斯托和其他安然雇员创造的利润，因为"他们在交易中消极且几乎没有承担风险"。[①] 在一两个月的时间内，法斯

---

① Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp., p. 16.

托在一笔2.5万美元的投资中收取了450万美元。另外两名安然员工在一笔5 800美元的投资中每人收取了100万美元。鲍尔斯报告发现，其他的一些管理人员，包括斯基林和莱，在监管这些交易的时候不够积极。安然的董事会也有过失，因为董事会成员发现法斯托的介入造成了利益冲突后没有对LJM的交易进行监管。关于董事会同意的猛禽和节奏交易，鲍尔斯报告总结说，“这反映了董事会成员中很多不懂这些交易——经济道理、后果和风险。”[①]虽然后来一名联邦法官裁定董事会对股东没有责任，但安然公司的几位外部董事还是同意自己支付1 300万美元来解决股东的索赔问题。这些董事支付的1 300万美元仅是他们从出售安然股票中所获利润的10%。集体诉讼律师威廉·乐瑞祺（William Lerach）处理了这个案子，尽管有法院的裁决，但他仍坚持主张索赔。联邦上诉法院对休斯敦地区法院进行了监督，到那时他们才明确要对作出的决定进行仔细审查，以确保最大范围地适用于与安然事件相关的公司。董事和职员保险支付了另外1.55亿美元和给债权人3 200万美元的保险收益。

媒体马戏团

鲍尔斯的报告引起了新闻界对安然公司破产的狂热，在商业界创造了前所未有的舆情事件，报纸、杂志和电视新闻报道对丑闻进行了大规模的报道。成千上万篇文章报道安然公司的灭亡和公司高管的过度行为。电视网络也大量报道了该事件。安然的纪念品，如有安然标志的咖啡杯和股票凭证，成为易趣网拍卖的时兴产品。安然挂在休斯敦办公楼上的大型标志以4.4万美元的价格被拍卖。专门为安然超级碗活动设计的标志外形是一个倾斜的E，但在丑闻被揭露后，它被称为“弯曲的E”。

安然的总部变成了一个旅游胜地。杰西·杰克逊（Jesse Jackson）在休斯敦举行抗议，为安然员工寻求“社会正义”。《花花公子》杂志也跳上了时尚前沿，它登载了“安然女孩”问题，是以安然的裸体前员工为原型。哥伦比

① Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp., p. 23.

亚广播公司（CBS）制作了一部关于安然公司的电视，指出安然的女性雇员大多数之前都是脱衣舞娘，这种说法激怒了很多员工。其他色情报告揭露了安然的前任高级管理人员路易斯·白（Louis Pai）痴迷于脱衣舞娘甚至与其中一个结了婚。据说，安然的交易员是出言不逊的赌徒，他们在交易时相互诅咒，在交易大厅相互彼此下注。据传言，一群安然交易员在休斯敦著名的脱衣舞俱乐部宝藏（Treasures）一晚上就能花掉1万美元。《新闻周刊》（*Newsweek*）杂志认为安然的企业文化被性所“充斥”。《华尔街日报》在开篇语的文章中愤怒地指控安然的管理人员们经常出入脱衣舞俱乐部，开名贵的轿车，甚至一名雇员每月支付给曼哈顿停车位的费用就高达500美元（大约每个工作日25美元）。杰弗里·斯基林错误地与安然公司的秘书结婚，他在发展这段关系的时候甚至得到了董事会的许可。

伦敦《金融时报》使用安然破产来制作其反美主题的封面。这家报纸高兴地指出，长期以来赚钱成为书籍的主题，这些书籍将那些寻求财富的人视为“坏”，并指出“虚假、腐败、贼眉鼠眼、冷漠、情感发育不良、肤浅和缺乏想象力”。英国历史学家尼尔·弗格森（Niall Ferguson）在这家报纸上发表了一篇颇有争议的文章，指出安然和美国其他的会计丑闻支持了卡尔·马克思（Karl Marx）的主张，即资本主义确实会戕害社会。

安然的副董事长克利福德·巴克斯特（J. Clifford Baxter）2002年1月25日自杀，这又为安然丑闻增添了悲伤和神秘的气氛。巴克斯特从1995年开始在安然的附属机构任职，2000年成为安然的副董事长和首席战略官。他于2001年5月离开安然，他患有抑郁症，虽然病情一直在控制中，但安然的失败显然将他推到了崩溃的边缘。当一个在安然工作过的邻居将巴克斯特比作“儿童骚扰者”的时候，杰弗里·斯基林注意到了巴克斯特的压抑。巴克斯特的自杀又在新闻界掀起了狂风巨浪，因为自从白宫律师文森特·福斯特（Vincent Foster）在克林顿执政期间自杀后，就再也没有出现过如此惊动人心的自杀事件。最后，对于巴克斯特自杀原因的调查几乎没有揭露什么隐情，虽然一些人认为巴克斯特是用这种方法来掩饰安然公司里更多的丑闻。对于有高管人员自杀的公司来说，这是一个共同关注的问题，在1974年联合水果

公司（the United Fruit Co.，现在的奇基塔品牌国际公司）总裁伊力·布兰科（Eli Black）轰动性的自杀事件后，SEC 都照例会对这类公司的账务进行检查。在被错误地告知海外公司的一笔可疑支付是被美国法律所禁止的行贿行为时，他从纽约泛美大厦（Pan Am building）的 44 楼跳了下去。

国会听证

在安然公司破产的三个月中，国会几乎变成了安然的媒体马戏团，其组织了约 30 场与安然有关的听证会。这些听证会在许多方面类似于麦卡锡时代的女巫对可疑共产主义者的围猎。安然的管理者们被比作 2001 年 9 月 11 日袭击美国的恐怖分子。安德鲁·法斯托和肯尼斯·莱被要求出现在电视摄像机前宣称他们的第五修正案权利。安然亚瑟·安德森的合作伙伴大卫·邓肯（David Duncan），撕碎了安然的文件，目的是使文件脱离政府调查员之手，他回答了国会工作人员四个小时的提问，但他的律师要求他在电视听证会上使用第五修正案。在摄像机前，他被几个问题所问倒，那些问题使用了诸如“你什么时候停止殴打你妻子？”这样的问话技巧。因为见证人不再回答，这些提出的问题都被当作了事实。同样的问话技巧也指向了法斯托，虽然委员会知道他在使用第五修正案，但自从约瑟夫·麦卡锡（Joseph McCarthy）离开参议院以来这样的表演就很少能看到了。

作证证人的答案如果不是国会审查员想要的，他们就会遭到殴打、侮辱、嘲笑和被打断。一名国会成员坚持只有肯定和否定两种答案，复杂的问题则带有有罪定论。另一名国会成员甚至在传唤斯基林来作证之前就利用机会来贬低嘲笑斯基林的证词。当斯基林出现在法庭的时候，他被分配坐到一把椅子上，这使他在镜头前显得很渺小，而其他证人则是站到桌前，包括对他的主要指控人谢伦·沃特金斯（Sherron Watkins）甚至在坐的时候拿到了一个垫子以使得看起来显得更强大。

虽然椅子很小，斯基林仍坚持他自己的观点。他辩称，在他离开的时候，安然的状况还是很好的，是市场的下行导致了这场风暴，相当于在流动性危机期间银行遭遇了挤兑。斯基林坚称，这次安然银行的问题是由于信用等级

的下调和股价的下跌使得安然信用和SPE结构的触发点被触发了，而导致许多债务需要支付。在参议院嘲笑斯基林的时候有一个值得注意的对换，加利福尼亚州的参议员芭芭拉·伯克瑟（Barbara Boxer）嘲笑他虽然是哈佛MBA毕业，却无法解释股权何时可用于产生收入的表外交易。伯克瑟断言这种处理方法是不正确的，但斯基林回答道，股权被当作了对高管人员的补偿，这符合伯克瑟说的类别，这一回答招致了新闻媒体对安然滥用规则的攻击。斯基林还提到，伯克瑟自己也主张这种处理方式，他倡导立法禁止将股票期权补偿作为费用。有趣的是，大多数的报纸都只报告了伯克瑟对斯基林MBA学位的嘲笑，而非伯克瑟自己也同意补偿安排或斯基林在反驳伯克瑟时使伯克瑟处境看起来很愚蠢的样子。

斯基林向SEC调查员宣誓作证了两天，但是拒绝向安然的破产审计官提供誓言，因为很清楚他将会成为指控的目标。斯基林在国会的证词中指出他在离开安然公司后依然持有了安然的股票。事实上，他在2001年6月终止了之前的销售计划，以便自己能持有更多的股票。斯基林拒绝回答关于SPE的会计问题和法斯托从合伙企业中获利的相关问题。但国会的调查人很困惑的是斯基林在几笔交易的同意书上并没有签字，即便这些同意书留有他的签字栏。

第3章 安然公司丑闻

第1节 安然金融

特殊目的载体

安然的破产审查官尼尔·巴特森（Neal Batson）对鲍尔斯报告里提到的对象提交了大量报告，包含一些特殊目的载体（SPE）。他解构了这些交易，以将其会计处理与其经济实质进行比较。事实证明，这两者经常是有差别的。巴特森发现，比如，安然公司把自己的巴美尔（Bammel）天然气储存设施出售给 SPE，从而记录了 2.32 亿美元的收入和经营现金流，而在报告的债务中却省略了这一数字。巴美尔交易是安然将其储藏的油气出售给一家 SPE，该 SPE 从金融机构那里借款的金额等同于收购价格。一个单独的营销协议要求安然购买上述 SPE 持有的足够数量的油气以服务于安然的负债。安然向债权人保证他们会保证债务免受损失，但却忽略了 SPE“真实出售”的特征。

类似于巴美尔的交易被安然公司用来将不断下跌的资产现金化，它们将这些资产以一个浮夸的价格来向 SPE 出售，但除此之外安然公司还有其他的花招。首先，安然将巴美尔的油气储备当作秃鹰项目（Project Condor）的一部分，这是一个利用“贡献回租”来加快某些资产抵补基础的税收方案。这

是通过以安然的股票为抵押向SPE秃鹰贷款8亿美元来完成的。其次，秃鹰购买了安然的资产，包括巴美尔的设施，但这次交易除了税收收益以外并无其他的经济目的。最后，通过三圈勒兹跳项目（Project Triple Lutz），安然将巴美尔的设施和相关的管道业务向一个无关的第三方AEP天然气服务股份公司（AEP Energy Services Gas Holding Company）以7.287亿美元出售。

安然使用了一种叫“股份信托”的工具，其中包含安然向SPE发行自己的可转换优先股。之后优先股被SPE出售了，收益用来满足安然附属机构的债务支付，所以，后来债务从安然的资产负债表上移除。如果优先股不足以满足债务需求，安然公司有义务发行更多的股票来补足缺口。

“少数股东权益融资”被安然用作粉饰负债的又一种方法。这些交易涉及创建一家由多数人拥有的安然子公司，这家公司用于购买安然公司里业绩不佳的资产。子公司里的少数股东权益表面上被出售给一家金融机构来获得现金。安然的多数股东权益要求安然将子公司合并报表，但从金融机构“购买”少数股东权益的收益在财务报表中被视为位于负债和权益之间的“少数权益”。关键是，这种少数权益被评级机构视为股权而非债务。安然利用这种方法在2000年末将资产负债表上17.4亿美元的债务转化为了少数股东权益。这种结构的缺陷像安然其他的结构化融资一样，参与这种结构的金融机构由安然公司进行损失担保，这使得整笔交易看起来更像一笔贷款而非股权投资。

安然使用的五种主要少数股东权益结构被叫作生皮（Rawhide）、夜鹰（Nighthawk）、乔可（Choctaw）、纳汉尼（Nahanni）和西风（Zephyrus）。技术原理运行如下所示。

为运行此种结构，内部人创设了一个大部分由安然公司拥有的子公司（实体A）。（所以，出于会计目的，实体A与安然合并）。一个新的据称是独立的实体（实体B）购买了实体A中的“少数股权股东权益”。实体A和实体B均为特殊目的公司……安然公司通过贡献各种资产购买了其在实体A中的多数股权。与此同时，实体B拿出了一笔银行贷款。然后，实体B通过将贷款收益加上给实体A的3%股权购买自身的少数股东权益。最后，实体A向安然贷款，贷款金额等同于实体B的贡献。交易的最后，安然公司看起来

是直接从出于会计目的与安然进行合并的子公司那里获得资金（而不是从向实体 B 贷款的银行）。所以，安然不需要为交易簿记任何债务，而且安然的债务率也不会受贷款影响。安然将这笔资金记为营运收入。[①]

债务和股权

在另一种用于从资产负债表中清除债务的方法中，安然公司与雷曼兄弟（Lehman Brothers）和瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse First Boston）开展了所谓的“股票远期合约”。那些交易价值共计 3.04 亿美元，涉及将安然的股票出售给那些公司，但安然公司同意以购买价加一个升水来进行回购，这个升水可看作利息。在某些方面，这些交易类似于政府证券回购交易（回购）。回购实际上就是由政府证券为担保的贷款。安然的股票远期合约与此目的相似，但安然从那些金融机构收取的资金在安然的资产负债表上却不体现为债务。

安然其他的结构化融资交易包括销售排放配额、“暗”光纤、煤炭租赁和其他名字叫作赛布勒斯（Cerberus）、尼基塔（Nikita）、骨干（Backbone）和 SO_2 等名字的资产。这些交易为安然带来大约 14 亿美元的现金。它们的模式几乎都一样，安然将资产出售给 SPE 以获取现金，这些现金来自金融机构所谓的“股权贡献”，实际上就是贷款。破产审计官发现，不同于向 SPE 出售资产的典型方式——将资产和相关债务从公司账上移除，安然同意偿还由 SPE 带来的债务，并继续控制这些资产，同时有权获得任何资产的增值。在一些情况下，这通过一个总收益互换来实现，其中，安然公司支付的款项等于 SPE 带来的应付债务，同时在支付债务后，保持从资产最终的处置中获得收益的权利。在许多这种交易中，据称被出售的资产不能产生足够的收入来覆盖 SPE 的债务，导致破产审查官将它们重新划分为安然的债务。这意味着安然的信用被用于支持债务，但这一事实没有通过安然的资产负债表或评级机构向投资者披露。

① *In re Enron Corp.*, *Complaint*, Ch. 11, Case No. 01-16034 (AJG).

赛布勒斯（Cerberus）交易涉及将1 150万股安然石油天然气公司（EOG）股票变现，在赛布勒斯交易结束那天股价为每股45.25美元。以这个价格算，EOG股票价值5.2亿美元。这笔交易模仿了安然其他交易模式，涉及将EOG股份转让给名叫埃涅阿斯有限责任公司（Aeneas LLC）的SPE，该公司向安然子公司普赛克有限责任公司（Psyche LLC）出售了99.99%的所有者权益，普赛克将该权益以每股5.175亿美元的价格出售给了海格立斯信托（Heracles Trust），这5.175亿美元则是从加拿大皇家银行（RBC）借来的。安然之后参与了一个总收益互换，如果股价上涨，则价值也会相应增加。安然发行了一个看跌期权，在股价下跌的情况下需要回购EGO股票，回购的数量应足以偿还RBC的贷款。看跌期权由安然的即期汇票来担保。为满足某些其他承诺，安然保留了对EGO股票的控制权。

两个月后，赛布勒斯交易被重组以用加拿大皇家银行来替代荷兰银行（Dutch bank）——里维森—波伦莱恩银行（Rabobank）。这一系列工作是通过在两家银行之间开展总收益互换来开展的，相当于一笔贷款转让。此外，这家新银行与安然进行了一笔与股权挂钩的互换，将EGO股票互换的价格设为每股45美元。赛布勒斯交易允许安然在2000年的财务报表上宣布收入3 100万美元和获得5.17亿美元的经营现金流。安然破产后，拉博银行极力规避履行此项安排下对加拿大皇家银行的义务，但在这件事情上与加拿大皇家银行达成了协议。

尼基塔、骨干及其他

尼基塔交易发生在2001年9月，当时安然正在资产贬值中挣扎。此交易旨在通过安然公司在EOTT能源有限合伙企业（Energy Partners LP）中拥有的各类有限合伙权益实现现金流，EOTT是在纽约证券交易所（NYSE）上市的公众控股有限合伙公司。安然的实体尼基塔有限责任公司是此笔交易的发起者。它将EOTT的权益转移给了一家叫作一号木材（Timber I LLC）的有限责任公司，一号木材又将自己的权益以8 000万美元的价格出售给了贝松信托（Besson Trust）。在收购价格之中，7 190万美元从巴克莱银行那

里贷款，余下的来自瑞士信贷第一波士顿，在此安排下除偿还本金外还需额外偿还15%的利息。巴克莱银行的贷款由与安然开展的总收益互换为支持。安然公司再一次地在资产负债表中宣称从交易中获利，这次获利金额为1 000万美元。

骨干交易涉及出售安然宽带服务公司（EBS）拥有的各种暗光纤的使用权。这些资产被转移给LJM2创设的SPE，之后又转移给另一家安然的SPE。安然再一次地通过总收益互换和其他协议保留了对资产的控制权和经济权益。EBS最初从这项涉及暗光纤的交易中收到1亿美元：3 000万美元以现金的形式，另外的是以本票形式。此后，该交易进行了重组，以通过荷兰银行（ABN Amro Bank NV）和富利特银行（Fleet National Bank）提供的融资来支付那些票据。后来，EBS与奎斯特通讯公司（Qwest Communications）进行了一笔交叉销售，EBS将骨干的暗光纤卖给奎斯特，作为回报又买回了亮光纤。在这次交易中，奎斯特支付给EBS一张4 740万美元的票据，票据以美国银行开立的信用证为保证，所有这些都为安然公司的收益提供有利的会计处理。

SO_2交易涉及在2001年10月将二氧化硫排放权证券以9 340万美元的价格出售给一家SPE。这家SPE柱廊有限公司（Colonnade Ltd.）是一家由巴克莱银行资助的泽西岛公司。安然通过一系列期权和互换交易保留了对排放权的实质控制权，留下了信贷的经济风险和收益，将交易减至一笔担保贷款。利率支付受看涨期权升水的影响，看涨期权的价格是伦敦银行间拆借利率（LIBOR）上浮0.65个百分点。在另一项安排中，安然公司通过将该资产以1.1亿美元的价格出售给一家信托公司将其在煤炭租赁中的权益现金化。安然同意通过一系列的互换来保护信托免受市场风险。一个独立的“现金6交易”涉及安然将其持有的英国一家核设施的市值互换现金化。互换产生的现金流被出售给安然创设的一家SPE。上述交易由巴克莱银行资助，但银行通过一系列与安然开展的互换来保护自身免受市场风险。

安然复杂的结构化融资交易列表太长了以致无法深入研究。它们中包含与加拿大皇家银行开展的尼克松（由花旗集团、国民西敏寺、巴克莱、道明

银行提供融资）、炼金术和发现交易，以及与贝尔斯登开展的CLO信托。破产审查官发现瑞士信贷第一波士顿协助法斯托向一家SPE（LJM）捐赠资金，然后再支付给法斯托，以此在一个名为航程（SAILS）的交易中不当获利。

重磅炸弹公司

安然公司滥用盯市会计方法的一个例子体现在对安然公司与重磅炸弹公司（Blockbuster）的视频点播交易估值上。即便安然并不拥有交付电影的技术，即便重磅炸弹公司并不拥有被交付电影的权利，这笔交易还是在安然公司的财务报表上体现为1亿多美元的盯市价值。与重磅炸弹公司的交易下滑后，安然公司没有在其财务报表上减记该项目。相反，安然公司利用该事件来增加其宽带运输系统的价值。该行动是在与内容提供商就未来业务的投机可能性讨论基础上进行的。安然公司在其与重磅炸弹公司的交易下滑后以盯市法则为基础将其宽带业务估值为1.15亿美元，但在一年之内，安然在另一笔交易中就将此业务记为无价值业务。

安然通过一家SPE（L. E. Heston LLC）与礼来公司（Eli Lilly Co.）组成了一家合资企业，据此安然公司管理并降低了礼来的能源成本。安然在财务报表上将此笔交易估值为15年价值13亿美元。该估值是建立在礼来公司因为能源成本节约而可能向安然支付费用的基础上的。安然通过这家合资企业的预期现金流折现来估算出这个数字。以上述的估算为基础，安然公司得出结论，应该马上在资产负债表上确认3 800万美元的收入，即便在能源节约合同之下并未产生真实的现金流。让这个应计会计事项更复杂的是，安然公司为了获得合同而提前向礼来支付了5 000万美元。安然并不是唯一一家参与此类业务的公司。互联网交换设备制造商思科系统（Cisco Systems）为吸引客户来采购存货也为客户提供现金。随着时间推移，现金支付和存货采购将由客户偿还利息，但思科系统立即将交易确认为了收入。

商业模式和信息披露

根据破产审查官巴特森的说法，“安然公司如此设计其报告的财务状况和

经营业绩是因为其财务报表与实际财务状况或业绩表现不吻合”。[1] 这些交易的动机是支撑安然股票的股价并维持其信用评级。安然相当在意其信用评级。在它 1999 年的年度报告中，安然管理层表示，公司“持续的投资级别地位对批发业务的成功以及维持充足流动性的能力至关重要”。[2] 安然的批发业务是其业务运营的核心。需要一个投资级别的信用评级并不仅仅是因为降低信贷成本的需要，也是因为在信用降级的情况下，各种触发支持 SPE 的条款将被激活。触发后就要求发行更多的安然股票，增加支持结构性交易的抵押，或导致强制回购安然的各种资产。

抵消盯市会计规则的影响成为安然会计实践的动力。使用盯市会计方法，安然想要夸大交易利润，但又不想披露其损失，因此将下跌的资产转移到资产负债表外。就如安然的破产审查官后来发现的，安然也面临着另外一个困惑。它想要股票保持一个高市盈率（P/E），也需要一个投资级别的信用评级。这些目标在安然的融资需求中也相互冲突。如果安然发行更多的股票，它的股价会下跌，P/E 比率会下降。如果安然进行贷款融资，它的信用等级又会受到影响。面对这些担心，安然决定两者都要兼顾。SPE 的结构化融资在资产负债表上减少了债务，又向安然提供了需要的资金。

如果 SPE 交易在安然公司的资产负债表上被记为债务，公司对于投资者、分析师和评级机构而言杠杆率将更高，倘若现金流不足以偿还债务还将构成风险。安然可能倒闭的更早，也有可能降低 2000 年发生股票上涨的可能性。但是，在那个时候投资者们已不再关心传统的投资指标，而且安然公司做了冗长的信息披露，列出了它使用的数千个 SPE。安然甚至披露了安德鲁·法斯托参与到安然的 SPE 中来。这些披露如此复杂，无人能理解，直到安然成为一个媒体性事件后才有人关心。

公司的代理报告披露，法斯托是 LJM 1 和 LJM 2 的管理成员。鲍尔斯报告认为那些信息披露是不充分的，因为其中并没有包括法斯托的薪酬补偿。报告同样也认为安然公司的财务披露“迟钝，并没有完全或清楚地传达交易

---

① Neal Batson, Court - Appointed Examiner, Second Interim Report, *In re Enron Corp.*, p. 15.

② Enron Annual Report 1999, p. 15.

的本质，也没有表达出安然公司和合作伙伴之间发生事情的实质。"① 虽然SEC多年来一直在努力要求公司以“简明扼要的英语”来陈述招股说明书，但安然公司关于法斯托参与业务的披露表明，SEC的目标没有实现：

> 2000年和1999年，安然公司参与了与有限合伙企业（关联方）的交易，这个有限合伙企业的一般合伙人的管理成员是安然的高级员工。关联方的有限合伙人与安然无关。管理层认为比起那些无关第三方，与关联方的交易条款还比较合理。
>
> 2000年，安然公司与关联方进行交易来对冲某些商业投资和其他资产。作为交易的一部分，安然向新成立实体（the Entities，以下简称实体）资产捐款价值约12亿美元，包括1.5亿美元的安然应付票据，370万股安然限售股和在2003年3月获得高达1 800万股安然普通股的权利（满足某些条件下），和向实体转移的价值3.09亿美元的资产，包括5 000万美元的安然应付票据和投向实体的一项投资，该实体间接持有可转换为安然普通股的认股权证。作为回报，安然从实体中获得经济利益，其中3.09亿美元的票据应收账款中，2.19亿美元被记录在安然的零结转基础上。此外，实体还向其特别分配了12亿美元的应收票据，但须视安然公司应付本金的变动而定，并与执行额外的衍生工具有关。这些实体中的1.726亿美元现金投向了安然的即期票据。此外，安然公司向实体支付了1.23亿美元用于购买2 170万股安然普通股的股票结算期权。这些实体向安然支付了1 070万美元用于终结1 460万股安然未偿普通股期权。到2000年后期，安然与实体订立了1 540万股安然普通股的股份结算安排。此类安排将在结算时作为权益交易入账。②

这是官样文章，但确实指出了那些有趣的问题。即使是如鲍尔斯报告这样的检察官编写的检察文件，也否认了报纸的相关报道认为安然的灭亡是由于“秘密”的伙伴关系，它指出安然与LJM实体和猛禽的交易全部被披露在

---

① Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp., p. 17.

② Enron Annual Report 2000, p. 48.

了安然公司的公开文件中。安然公司被发现已经对这些交易进行了“实质性披露”，包括交易量级。“这些披露的所有读者应该已经都认识到这些协议相当复杂，涉及的美元金额大，这些交易对评估公司的财务表现具有重要意义”。[1]

高管奖金和股票销售

安然的管理层在2000年收到了14亿美元的酬劳，大多数是以期权的形式。2001年，安然向高管层支付了7.45亿美元的酬劳和股票奖励，而这一年正好是安然破产的年份。肯尼斯·莱在安然破产的前一个月出售了1.44亿美元的股票。通过每两周使用其在安然的400万美元信用额度，再用从期权中获得的安然股票偿还借款，他用安然的股票偿还了欠安然公司的9 400万美元借款。杰弗里·斯基林出售了7 600万美元的股票，再用安然股票偿还了欠安然的200万美元贷款。安然的破产审查官对莱和斯基林用安然股票偿还贷款提出质疑，结论是通过在SPE中使用会计伎俩，股票的价值被高估了。安然的破产审查官通过在安然倒闭前加速推动对高管的5 300万美元薪酬进行递延支付来帮助公司寻求复苏。这一行动的结果是，国会在2004年10月通过了一项税收法案，该法案对在正常退休日期之前从递延薪酬计划中提取资金的管理人员处以高额罚款。

安德鲁·法斯托出售了3 000万美元的安然股票并从LJM的合伙权益和其他报酬中获利4 500万美元。楼·派（Lou Pai）是在安然丑闻发生前就离开了安然公司的一名高级管理人员，他出售了在为安然服务期间获得的价值2.7亿美元的安然股票。派把钱安排得很好，他在科罗拉多州购置了一座7.7万英亩的牧场，牧场中还有自己的山。派负责的两项业务给安然带来了难以置信的损失。派在集体诉讼中被指控通过高估利润并持续地吸引新的投资者来帮助其他安然高管在安然公司中开展庞氏骗局，正因为上述操纵行为，安然公司的股价一直攀升。据称，这使得派从奖金中积累了大量安然股票并高

① Report of Investigation, p. 187.

价出售了这些股票。在来安然之前，派已经是SEC的一名经济学家了。

从1997年到2000年，派成为安然加速公司（Enron Accelerator）的首席执行官期间，一直是安然能源服务公司（EES）的总裁。在EES期间，据说派已批准了长期的能源服务合同，即便合同项下收到的资金并不确定且这些资金并未真正收到，但上述资金还是作为收入被立即记录。为满足未来的盈利期许，据说EES在没有任何合理支撑的基础上将这些合同的价值任意调高。对派和安然公司里的其他人的集体诉讼进一步指控这些能源服务合同的对手方（其中包括诸如折扣零售商J. C. 便士、美国国际商用机器公司、桂格燕麦、喜达屋、大通曼哈顿银行、礼来公司等知名公司和芝加哥总教区）为诱导他们的参与承诺了不切实际的能源节约。“此外，如同典型的庞氏骗局手法，创造出的怪物要求有更多的资金来维持。EES不得不通过更多的欺诈性交易来吸引越来越多的客户，所以要人为地调高财务报告指标并使业务显得成功，只有这样投资者才会继续相信那些合约正在赚钱，才会把钱继续投入安然股票。”①

员工流失

安然公司针对雇员的401（k）退休账户成为丑闻事件的中心，因为账户资产都集中在公司自己的股票上，当安然宣布破产时，这些股票就变得一文不值。对于金融系统来说这些退休账户还是相当新的，401（k）计划的首单是由约翰逊公司（Johnson Company）在1981年提供的。到1998年，美国27%的私人雇员都拥有401（k）账户。另外的15%通过公司发起的养老金计划拥有401（k）账户。1996年，平均每个401（k）退休账户拥有3.7万美元。到1999年，金额上涨到5.55万美元，到2001年随着股票市场的低迷又下降到4.9万美元。尽管如此，在21世纪初，超过5 000万名美国人拥有401（k)计划，总共拥有资产1.7万亿美元。

1979年至1999年，美国企业的“固定收益”账户数量下降了60%。这

---

① Neal Batson, Court - Appointed Examiner, Third Interim Report, *In re Enron Corp.*, p. 33.

些雇主资助的计划旨在根据雇员薪酬和服务年限对退休福利作出一定保证。相反的是，第401（k）节计划是由雇主和雇员的税收优惠捐赠资助的，这种税收优惠捐赠将根据这些捐赠的投资获利返还退休福利。1999年有5.6万个固定收益计划，而1979年有13.9万个。从1980年至2000年，401（k）计划和其他固定收益计划的数量翻了不止一倍。在21世纪，雇员往他们的退休计划中增加的比公司增加的更多。这引起了人们的担忧，401（k）计划本意是用作对雇主计划的补充，但被雇主用作减少对员工退休金的捐赠，这会破坏储蓄体系。

国会寻求按照《2001年经济增长与税收减免和解法案》（EGTRRA）增加退休储蓄。该法案在2006年将401（k）计划的缴款限制及税收减免从1.05万美元升到1.5万美元。超过55岁的员工被允许额外补充高达5 000美元的追加缴款。根据401（k）计划，个人经调整后的总收入等于或少于1.5万美元的，最高将获得缴款金额50%的减免（高达2 000美元）。对于收入超过2.5万美元的人士，额度可以减少。即使在同一收入群体中，单个消费者的储蓄率差异也很大，但总体而言退休储蓄却在增加。2001年，60%的雇员拥有某种形式的私人退休账户。2001年末，所有的私人退休账户持有资产超过7万亿美元。

国会通过1997年“储蓄对人人都很重要的退休法案”来鼓励投资者教育。该立法授权劳工部部长告知人们退休储蓄的重要性。但不幸的是，立法没有教育好安然公司的员工，让他们知道自己的401（k）账户可能存在投资风险。安然公司的许多员工在公司储蓄计划中集中了大量安然公司的股票，安然公司储蓄计划是一个基于401（k）的自我导向退休计划。雇员们都通过公司的员工股票期权计划（ESOP）额外投资了安然公司股票。2000年末，2.1万名安然公司的现任和前任员工通过安然公司的储蓄计划在401（k）公司账户中拥有了价值21亿美元的资产。此外，7 600名安然公司雇员在公司的ESOP中拥有了价值10亿美元的安然股票。

安然还以“现金平衡”计划的形式为员工提供了固定的福利计划，“现金平衡”计划是金融领域最近的一种创新。从官方含义而言，这是一种固定收

益计划，但事实上是固定收益和固定缴款计划的一种组合。现金平衡计划为雇员们提供了固定的收益，收益金额相当于每年薪酬的一定比例加上利息，利息则等于通过年度缴款在“平衡表”上形成的特定利率。使用固定收益计划的公司在使用本公司股票来向计划提供融资时会受到限制（公司股票不得超过融资金额的10%）。即便是资金不足，安然的员工在现金平衡计划中还拥有额外的保护，因为养老金担保公司会保证这些计划达到指定金额（每人每年达到3.5万美元左右）。

从1998年开始，安然公司将公司股票匹配进了员工的401（k）账户。接受安然股票的员工需要持有股票到55岁。不过，安然雇员可以在其401（k）账户的投资组合中随时出售用他们自己的缴款购买的安然或其他公司股票。在员工401（k）账户中持有的1 450万股安然股票中，89%是由员工认缴的或者是可以在任何时候出售的。安然为员工的401（k）计划提供了20种不同投资选择来作为对投资安然股票的替换，包括互助基金（如先锋500指数信托、富达麦哲伦基金和罗价格小盘基金）还有一个经纪账户可以每天交易员工们钟意的任何股票和证券。尽管有那些选择，但安然的401（k）计划还是重仓安然股票。公司鼓励这种行为。1999年，安然公司的福利部门向员工们保证投资安然股票是不错的选择。

在市场下跌前，持有安然公司股票的员工眼见他们的账户价值随着安然股票上涨而急剧增加。当然，随着市场下行和安然公司问题的披露，情况出现了反转。的确，市场的下行在杰弗里·斯基林2001年8月14日辞职前就已经重创了安然公司的股价。但斯基林的离职给安然股价以更大打击，并且使员工们担忧自己是否应该出售401（k）账户中的股票。肯尼斯·莱在重回安然公司时回应了这种担忧，他向员工们保证安然2001年第三季度的表现将十分“优秀”，股票也是“难以置信的被低估”，他鼓励员工们“看多股票”。但莱并没有告诉雇员们他刚刚才出售了价值2 000万美元的安然股票。

封锁

使安然公司情况更加复杂的是在公司倒闭前的关键时期，员工401（k）

账户同时发生了“封锁”。该锁定强制暂停员工们在执行计划的变更期从401（k）账户中出售资产。这次锁定是由安然不满北方信托（Northern Trust）作为公司储蓄计划（Corporate Savings Plan）的管理人而引起的。这种不满导致了将管理人更换为翰威特（Hewitt Associates）的决定。为了避免在转换期间出现记账问题，安然在转换完成前都将账户锁定。基于经验，这是一个常见而谨慎的措施，但安然锁定的时机糟得不能更糟。

安然公司的第一次锁定在2001年9月27日通过电子邮件向所有员工宣布。员工们被告知锁定将于2001年10月19日开始，为期一个月。之后，安然公司通过一封信告诉员工们锁定将于一周后开始并持续一个月（锁定实际只持续了17个交易日）。后来，由于两次沟通提及的开始时间不一使得部分员工出现混淆，不知道锁定什么时候真正开始。无论如何，安然公司是在10月16日公布第三季度大额亏损并开始披露会计滥用之前几天才发出的另一份通知。

2001年10月25日，安然的薪酬部门拒绝了员工们关于推迟锁定时间的请求，即便这种延后是可行的。该部门声称推迟在执行上有困难，也担心其他员工会起诉他们耽误了市场最佳时机。即便如此，安然的员工们也能在收到锁定通知并被告知安然存在严重的会计问题后出售股票。在锁定期间，安然股价下跌了3.83美元，这种跌幅在股票下跌的大背景中并不算大，但代表员工的律师们声称混淆锁定期的开始日增加了这种损失。此外，即使安然股价下跌，安然公司的高管们仍然向员工们推销股票，劝阻他们不要出售直到一切都无济于事。当员工们得知安然公司高管将401（k）账户之外持有的股票出售了数百万股时，锁定更进一步激怒了员工们。事实上，锁定对想要出售股票的员工而言是一次省钱的好机会，因为锁定解除后股价有一个反弹。在锁定解除后，员工们实际成为了净买家。但是，律师们声称虽然股价跳水，高管们仍向员工兜售股票并劝住他们不要出售股票直到一切都无济于事。

安然公司宣布破产时，安然公司的一名员工眼看着他的401（k）账户的投资从130万美元下跌到了8 200美元。另一名退休员工其401（k）退休账户中大部分是安然股票，在高峰时价值70万美元，在401（k）锁定后价值下

跌到2万美元。还有员工的账户价值从48.5万美元下跌到出售前的2.2万美元。总体而言，安然宣布破产使得安然养老金计划损失了12亿美元。如果通过员工个人的现金出资加上适当回报率来计算实际损失，这种损失不得而知。一些安然员工在锁定之前就出售了股票。员工们在401（k）计划中所持安然股票的比例从2000年末的63%下跌到了锁定时的44%。

在锁定前，管理安然401（k）计划的北方信托公司，在安然倒闭后也成为了诉讼对象。一家地方法院裁定肯尼斯·莱因为没有守护好员工的资产而被诉违反了“雇员退休收入安全法（ERISA）”的受托义务。该法院也驳回了杰弗里·斯基林和安然的外部律师及银行。该诉讼指控安然允许并鼓励员工们在他们的401（k）计划下购买安然股票，允许在项目中用捐赠金购买股票，并在能够出售账户股票的年龄上强加限制，上述行为违反了受托义务。亚瑟·安德森有限责任公司被诉隐藏了安然公司的真实财务状况。在养老金诉讼中的一些索赔请求是可笑的，比如，一个观点认为ESOP不应该购买安然股票，但创建ESOP的目的就是购买安然股票。

401（k）款计划受托人保单提供了8 500万美元来履行对安然公司破产后的义务。在这笔资金中，有6 650万美元是为2万名安然现任和前任员工准备的，平均每名员工3 000美元。余下的用来支付诉讼费用和相关成本，但安然公司反对这种分配，声称其他债权人也可能对资金有兴趣。安然的董事们同意支付150万美元来解决员工们在401（k）下的索赔。其中，30万美元作为处罚交给了劳工部。

401（k）的其他问题

安然员工从公司股票中遭受损失并非孤例。大约4 200万名美国人在35万名雇主下拥有401（k）账户，并且在安然倒闭时进行了2万亿美元的投资。在2002年6月末，那些账户的价值下跌到了1.3万亿美元。计算机芯片制造商英特尔的雇员眼见着他们自己持有的英特尔股票价值在2002年下跌了3.66亿美元。朗讯公司员工的401（k）账户中80%的资产都投资于公司股票，但1999年至2000年，公司股价跌幅超过90%。宝丽来401（k）账户中40%的

资产在公司破产时投向了股票。

一项调查表明，许多大公司都在 401（k）计划中集中持有安然公司股票，包括雅培实验室［其在 401（k）计划中持有资产的 82% 是本公司股票］，安海斯—布希（83%）、麦当劳（74.3%）、宝洁（91.5%）、可口可乐（75%）。平均而言，大公司的 401（k）账户中 40% 的资产投向了本公司股票。低收入员工尤甚。具有股票缴存的雇主计划也倾向于更集中于公司自身股票。

安然雇员们从他们的 401（k）账户中遭受了巨大损失，这导致呼吁立法保护以避免资产过于集中于雇主公司股票。具有此种要求的法案已经被引入，但国会并没有决定实行，因为反对者成功地申辩说，雇主们将资产集中于本公司股票是为了让大家分享公司的成长收益。诸如微软和沃尔玛之类的股票就创造了许多百万富翁。对该立法建议的批评者也指出，工人们本身应能保证在没有政府指导的情况下进行分散化投资。但是，美国退休者协会（AARP）的一项调查发现，只有三分之一的美国人认为分散化会减少投资风险。

市场下行和安然存在的问题确实起到了教育的作用，也在一定程度上降低了美国员工 401（k）账户中本公司股票的集中度。2002 年末，这类账户资产中拥有的雇主股票从 2001 年的 40% 下降到只占 28%。总体而言，所有公司 401（k）账户中拥有股票的比例在 2002 年 6 月末降到了五年来的最低，此时雇员 401（k）组合中的股票比例平均只有 64.9%，而 2000 年 10 月时，还有 74.2%。

那些 401（k）账户被冻结的安然员工在媒体中普遍被同情，但并非只有他们遭受损失。佛罗里达州的养老基金宣布其持有的安然股票已经亏损了 3.35 亿美元。国会质疑为何佛罗里达州养老基金的投资经理在清楚安然身处困境时还大量购买安然股票。该投资经理是联盟资本。国会调查员迅速指出联盟资本的一名管理人员，弗兰克·萨维奇（Frank Savage）依旧是安然公司的董事会成员，但无法指出萨维奇与联盟资本投资州养老基金的决定存在何种关联。陪审团后来驳回了佛罗里达州养老基金对联盟资本的诉讼。陪审团

还要求养老基金支付欠联盟资本的费用。

第2节 起诉安然公司的高管

其他侵害

安然公司负责SPE结构的高管们都集中在财务报告团队（Financial Reporting Group），该团队向安然的首席财务官安德鲁·法斯托报告。在法斯托手下工作的个人包括特别项目的主要负责人迈克尔·库珀（Michael Kopper）、杰夫·麦克马洪（Jeff McMahon）和本·格里桑（Ben Glisan）。麦克马洪和格里桑（"法斯托的陆军元帅"）在不同时期都担任公司的财务主管，并且双双都是亚瑟·安德森有限责任公司的前员工。

SPE业务的另一个核心部门是安然公司的会计和税收团队，该团队向理查德·考西（Causey）汇报，考西反过来再向法斯托汇报。600名会计师直接向考西汇报，其中约30名会计师在安然交易支持团队服务，而他们之前要么在亚瑟·安德森拥有管理职位，要么曾在财务会计准则委员会工作，该机构为会计行业设置普遍接受的会计准则。安然的破产审计官总结到考西团队的员工"处于安然SPE交易的中心"，并且不断为那些载体寻求"更大面积、更激进的应用"。"此外，因为财务报告团队缺乏对交易的足够理解，事实上交易支持团队决定了财务报表及附注中的披露内容"。[1]

在使用LJM结构丰富自己时，法斯托破坏了SPE所需的独立性，更重要的是，破坏了它们的信誉。法斯托通过"安然之友"计划将这种慷慨延伸到了其他中意的安然员工，该计划假设安然SPE中3%的独立投资者事实上是安然高管的朋友或家庭成员。这些人仅仅作为安然（和法斯托）控制下的被提名人，而不是作为在SPE中拥有大量股份的独立投资者。在一笔叫RADR的交易中，所谓独立投资者帕特·梅尔彻（Patty Melcher），其实是法斯托妻子

---

① *In re Enron Corp.*, 235 F. Supp. 2d 576, 617 (S. D. Texas 2002).

的朋友，迈克尔·库珀（Michael Kopper）的国内合作伙伴威廉·多德森（William Dodson）的朋友，以及休斯顿的房地产经纪人凯茜·韦特莫尔（Kathy Wetmore）在安然公司高管个人的房地产交易中使用了这种交易结构。法斯托借给库珀41.9万美元，之后这些钱再分给那些朋友使他们能参与其中。因为资金被使用了4个月，法斯托很快获得了本金的全额偿还和15%的利润。这事实上仅仅是零头。就如联邦法院提到的，安然公司的雇员法斯托、库珀、本·格里桑、克里斯蒂娜·莫当特（Kristina Mordaunt）、凯西·林恩（Kathy Lynn）和安妮·雅格·帕特尔（Anne Yaeger Patel）从LJM1的初始投入中获得了经济利益，法斯托获得2.5万美元，格里桑和莫当特各自获得5 800美元，剩下总共7万美元给其他人。他们很快就获得了卓越的投资回报；2000年5月1日，法斯托获得了450万美元，格里桑和莫当特在数月之内收到了大约100万美元。"[①]

安然的税务团队是不法会计行为的另一个中心。该团队出于财会目的使用交易代码特蕾莎、斯蒂尔、托马斯、瓦尔哈拉、勇气、坦尼娅、塔米I、阿帕奇和科奇斯来操纵安然的收入。科奇斯交易扣除了安然的飞机成本，直到扣为零。那些飞机之后以3 600万美元的价格出售给了银行家信托。即便安然公司同意其下属公司之一在随后的会计期间很快回购飞机，这笔款项也被称作为了收入。

1995年至2001年，税收团队通过大量和复杂的税收策略将安然的税后收入增加了8.865亿美元。那些计划至少在一定程度上导致了2000年安然公司的报税表总计达13卷。银行家信托（之后被荷兰银行收购）被认定为部分交易提供了资金并收取了4 300万美元的协助费用。在安然的税收计划中，交易结构是“在人工业务组合中创造‘负商誉’，并在税前收入中摊销”。[②] 这个手段在2000年为安然的净收入贡献了2.7亿美元。安然公司再一次使用SPE来实施这些计划。

安然税务团队与财务报告团队合作密切，说明在会计处理中存在异常：

---

① Batson, Second Interim Report, p. 40.

② *In re Enron Corp.*, 2003 U.S. Dist. LEXIS 7632 (S.D. Texas).

公司保留的数册卷宗包含了管理层内部报告、投资者账户和另一套专门为国家税务局（IRS）准备的账本。虽然向SEC提交了财务报告，但安然还是拼命在投资者面前扮演高利润的形象，它通过经美化的报告来排除不良事件的负面影响。与此同时，面对美国国税局时安然则试图尽可能地报告较少的收入。

安然公司通过使用税务策略将这些常见的会计实务做到了一个新的高度，即为写给投资者看的财务报告而创造收入，同时为了税务目的而创造损失。这些财务操纵的结果是，安然在财务报告中宣称盈利水平相当高，但税收申报则是完全相反的一个情况。安然公司向国家税务局提交的税收申报单上1996年报告了4亿美元的损失，1997年报告了5.8亿美元的损失，1999年报告了8.13亿美元的损失，2000年报告了超过30亿美元的损失。而同期安然向SEC提交的财务报告中则反映为盈利（净收入），1996年盈利5.2亿美元，1997年盈利1.05亿美元，1999年盈利8.93亿美元，2000年盈利9.79亿美元。

安德鲁·法斯托

围绕安然事件爆发了政治争论，要求司法部对安然高管们采取强硬路线。司法部创建了一个由莱斯利·考德威尔（Leslie Caldwell）带队的安然特别工作组，考德威尔以策略强硬而著称，她曾经起诉过两个毒贩（洛伦佐的“肥猫”尼克尔斯和霍华德的“爹爹”梅森）年长的母亲。至少安然的一名管理人员安德鲁·法斯托，会遭到更加严酷的策略——他的妻子和孩子会因为逼他认罪而被扣为人质。超过30人因与安然的侵害有关而遭到控诉，其中包含20多名安然前高管。一些人对这些指控认罪，包括迈克尔·库珀承认了其在安然公司使用SPE中发挥了作用。为了减少刑期，库珀同意与政府合作来指控安然公司的其他管理人员，特别是培养了库珀的安德鲁·法斯托。库珀也是SEC指控的对象，虽然他被允许保留超过100万美元的资产，但他还是交出了1 200万美元。

安然的首席财务官法斯托是政府起诉安然相关犯罪事实的关键。检察官

希望与库珀合作对法斯托进行有罪控诉，以避免在法庭上过多强调法斯托为修饰账户而进行的复杂交易，也避免过多提及那些与交易相关的复杂的法律和会计问题。事实上，许多问题交易是由安然的会计师团队筹划和亚瑟·安德森、安然内部的律师团队及外部著名律所协助，这增加了检察官的工作难度。法斯托的认罪也包含了“合作”协议，该协议确保法斯托会在起诉其他的安然高管中作证，包括起诉杰弗里·斯基林。如果没有法斯托的证言，起诉斯基林即便不是没有可能也是相当困难的。检察官还希望法斯托能帮助起诉肯尼斯·莱。

法斯托在2002年10月31因电信诈骗、洗钱、妨碍司法、共谋、协助和教唆而被起诉。起诉书明确指出，法斯托作为首席财务官“直接”向安然的首席执行官（莱和斯基林）报告。起诉书指控，法斯托为使安然公司看起来比实际的更为成功，伪造了财务报告来实施各种欺骗计划，操纵安然股价，规避联邦关于风电场的法规，并以牺牲安然为代价来使自己变得富有。有些奇怪的是，起诉书指控法斯托创造了一种法斯托自己和其他安然公司高管以为的“商业技能和成功的幻想”。[①]

起诉书首先聚焦于一笔RADR交易，该交易涉及安然在加利福尼亚州的风电场（包括叫作龙特的风电场）。风电场作为“合格设施”，如果电力公司控股公司对其股权不超过50%，则它们符合联邦法律规定的某些经济利益。安然与波特兰通用电气（Portland General Electric）的合并使安然变成了这样一种通用事业机构，要求没收其风电场的合格设施。为避免此种结果，法斯托创设了一个叫RADR的SPE，它收购了风电场足够多的权益以使安然的所有权降到50%以下。起诉书指控法斯托使用代理人，并通过他个人银行账户的贷款提供了41.9万美元资金，以达到SPE独立所有权的要求。据称，RADR是由法斯托和迈克尔·库珀私下控制的。起诉书进一步指控法斯托作为个人投资该项目三年的回报达到18.8万美元。这些利润由迈克尔·库珀发放给了法斯托，作为给法斯托妻子和孩子的礼物，还多发放了1万美元。

① *United States v. Fastow Indictment*. Cr. No. H-02-0665 (S. D. Tex., October 31, 2002).

对法斯托起诉书的另一部分是关于乔可（Chewco）交易。政府声称，法斯托要求迈克尔·库珀个人提供SPE中所需的3%独立股权，并通过“礼物”向法斯托支付67 224美元的回扣。法斯托被指控当安然公司以3 500万美元的资金购买了乔可在JEDI的股权时，他同意向库珀支付262.5万美元的款项。支付这笔款项时遭到了安然公司律师的反对。

安然参与LJM1和LJM2是为了进一步收费。起诉书指控安然与LJM实体的交易涉嫌欺诈，并通过将不良资产移除出资产负债表和虚假交易创造利润来操纵安然公司的财务结果，以满足盈利目标。法斯托被诉向安然董事会成员提供虚假报表，以使他们同意让他参与到LJM的交易中。

起诉书声称，安然和LJM之间的许多交易事实上只是“停车场”或“仓储间”，这些交易允许安然通过向SPE出售各种资产而确认收入和现金流，之后这些资产由安然进行回购。库亚巴项目就是一个这样的交易。它涉及将安然公司在巴西库亚巴的一个电厂的所有权销售给一个LJM实体，这个项目后来几乎失败并且超出了预算1.2亿美元。这使得安然在1999年确认了6 500万美元的收入，当时安然公司难以满足盈利目标。起诉书指控法斯托和安然公司之间签署了一个秘密协议，安然同意而且确实以高价回购了电厂。

法斯托起诉书中另一项罪状是他通过一个叫塔隆的SPE参与到一个操纵安然账户的复杂计划中。这个载体用于对冲安然在各种创业企业和其他公司中的商业投资风险。持有的这些投资要求在安然的资产负债表上进行盯市记录，它们价值经常性地出现大幅波动，所以对安然的财务报告构成了较大威胁。安然公司通过锁定协议出售这些资产的能力受到了限制。为了避免报告资产价值下降，塔隆将其价值锁定在当前价格。政府的起诉书声称该SPE事实上并不独立，那些文件被向前追溯来达到想要的效果。塔隆由安然的股票、本票和LJM提供资金，它们提供了SPE中外部股权投资所需的3 000万美元资金。法斯托签署了单方秘密协议，安然公司向LJM支付4 100万美元以促使它参与到塔隆的交易中来。这次支付被伪装为一个看跌交易的溢价，旨在对冲安然股价的下跌。

勒索逼供认罪

对法斯托的起诉书总共有78页，这些罪状如果被证实并且数罪累计，足够将他投入监狱90年。法斯托在被捕后要求支付500万美元的保释金，而比他更富有的歌手迈克尔·杰克逊因猥亵儿童被捕后仅需300万美元保释金，也反映出安然倒闭时的衰败。法斯托和她的妻子还有两个年幼的孩子在家，所以他们都不可能是逃犯，但还是被要求上交了护照。大约在同一时间，迈克尔·杰克逊在国外旅行后被要求上交了护照。法斯托的起诉书试图没收他的银行账户、不动产和其他财产共计超过1 400万美元。法斯托的银行账户和其他资产在庭审前也被冻结。

采用这种大锤方法也是有原因的。大体上，这是一个勒索计划。为避免一个漫长而复杂的庭审对其提出指控，检察官希望能恐吓胁迫法斯托做有罪辩护，因为政府不能保证其能赢得这场官司。检察官同样也需要法斯托的证言来指正莱和斯基林。政府如果不起诉那两名位高权重的安然高管将面临着媒体的批评，所以为了保证结果，检察官们都不太在乎策略是否道德。开始的时候法斯托拒绝屈服于压力，他自己声称无罪并发誓要抗诉。检察官后来获取的起诉书给法斯托增加了20多个罪名，他将面临最高140年的监禁。起诉书还指定了额外两名被告：安然公司的前任会计本·格里山（他被控有罪，是安然第一个进监狱的管理人员）和安然环球金融的副总裁丹·博伊尔。格里山和博伊尔被增加进起诉书是为了向他们施压让他们揭发法斯托。显然，对这个问题的担心是微妙的，检察官同样也指控了法斯托的妻子李，她是安然的前员工，1997年为照顾两个孩子离开公司，远早于安然丑闻满城风雨之前。

李·法斯托

李·法斯托被指控与他的丈夫和库珀共谋，因为她接受了库珀与RADR交易相关的“礼物”，并且接受了乔可交易的支付。她有些荒谬的是在安然的咨询师建议法斯托的家庭成员不能参加安然交易后，让他的父亲虚构了一个

与分手费相关的报税申请文件。李·法斯托父亲的账户，按照李的指示，将费用列为税收返还的收入而非来自安然的费用。

对李·法斯托指控的关键是库珀给的67 224美元礼物（礼物他缴纳了所得税）在法斯托收入的税收申报上并没有体现。法斯托在质疑的税收申报表上报告了超过6 000万美元和收入变化，但67 224美元的短缺被国税局视为是民事诉讼的关键。相反，政府使用这个技巧来对安德鲁·法斯托施压，要他认罪。政府威胁安德鲁·法斯托，如果他不认罪他们将起诉他的妻子。即便是这种滥用起诉权的行为在最开始时也不足以让安德鲁·法斯托认罪，法斯托誓要抗辩到底。初审法院法官大卫·希特纳（David Hittner）支持政府打击法斯托，他拒绝了法斯托关于会审的请求，从而大大增加了其法务成本。关于将李·法斯托的审判推迟到对其夫的审判结束之后的请求也被拒绝。初审法院要求在任何情况下她都应为审判安然不法行为的第一个被告。

政府通过强有力的手段迫使法斯托（Fastows）认罪。政府同意李·法斯托（Lea Fastow）先服刑5个月，这样一来他的丈夫在她离开的时候就可以照顾孩子们。之后，法斯托再服刑10年并且支付2 900万美元的罚金，但赫特纳（Hittner）法官决定他需要额外的标题新闻来证明他对于整治公司犯罪很坚决。该法官拒绝收到认罪协议的约束，并且威胁到将使李·法斯托监禁更长的时间。这导致了另一项协议的产生，即李·法斯托在5年监禁以外还要接受居家监禁。2004年4月7日，李·法斯托再次收回了她的认罪请求，审判在赫特纳法官反对该项认罪协议后进行。法官自己投资安然股票时也损失了4万美元，他希望监禁的时间能更长，这与法斯托律师的意愿相冲突。最后政府同意判处法斯托轻罪，这使得法官不能判处其超过1年的监禁。她于2004年7月开始服刑。李·法斯托（Lea Fastow）并非丑闻发生时的安然雇员，但却成为首个因为安然丑闻而被监禁的人。在另一项报复性的行动中，她被送往安全等级最高的监狱，因为政府声称附近安全等级低的监狱中已经没有多的房间了。在那里，她与其他两名女犯人一起关在本来设计只住两个人的房间里，长期处于荧光灯下，并且不允许参加任何户外休闲活动。

其他被告

作为安德鲁·法斯托认罪的一部分，他同意指控安然的前首席财务官理查德·凯西（Richard Causey），凯西在2004年1月22日被指控存在证券欺诈。鲍尔斯报告认为凯西许多的财务判断都是在亚瑟·安德森律所同意情况下作出的，“一个重要但不能全部免罪的事实”。[①] 在认罪中，法斯托肯定凯西同意代表安然公司为LJM2担保，保证在不会损失之外还能产生一定利润。凯西在知道安然公司真实的财务状况并不如向SEC报告的那样好后，一次性出售了他持有的1 030万美元安然股票而被额外控诉犯有内幕交易罪。

安然北美公司和安然能源服务公司的前首席执行官大卫·迪莱尼（David Delainey）承认了对他的犯罪指控，当他知道安然公司的财务报表被美化后出售了持有的安然公司股票。他同意放弃426万美元的内幕交易利润，并向SEC缴纳374万美元的民事罚款。他被禁止在上市公司中担任高级管理人员或董事。安然公司负责投资者关系和公司文秘事务的另一名执行董事保拉·瑞克尔（Paula Rieker）同样也认罪，她承认在获得了关于安然宽带服务公司损失的内幕消息后出售了自己持有的安然股票。她向美国SEC支付了50万美元解决了这个民事指控。她的上级马克·凯尼格（Mark Koenig）也承认犯罪指控并向SEC缴纳了149万美元。SEC指控，凯尼格作为执行副总裁和投资者关系总监，负责起草安然公司盈利情况的对外披露文件和分析文本，但他并未披露安然能源服务公司和安然宽带服务公司“并非像安然公司盈利披露文本和其他分析中描述的那样成功”。[②] 作为有罪辩护的一部分，凯尼格同意指控其他安然公司的官员。

安然的助理财务官蒂莫西·德斯佩恩（Timothy Despain）被指控通过参与各种计划来维持安然的信用评级，从而误导了评级机构。他也承认那些指控。安然宽带公司的整个高级管理层都被起诉，包括该公司前联合首席执行官肯

---

① Report of Investigation, p. 21.

② *Securities and Exchange Commission v. Koenig*, Cir. No. H－04－3370 (S. D. Tex. 2004), complaint.

尼斯·赖斯（Kenneth Rice）和乔·哈克（Joe Hirko）以及另外五名前官员。联邦检察官指控那些高管组织将安然在不太成功的合资企业中的视频点播服务出售（项目以一部梅尔·吉布森的电影命名，叫“勇敢的心”）给百视通视屏（Blockbuster Video）。虽然其中并无真实出售，但安然宽带部门为满足盈利目标，利用该交易在2001年确认了1.11亿美元的利润。勇敢的心交易将百视通的预期收入出售，实际上并未真正投入运营，而是将这些收入出售给叫作夏威夷125-0的SPE。这个交易由加拿大帝国商业银行（CIBC）融资并组织。但就像安然的其他SPE一样，要求的3%独立所有权是否真正独立确实是存在的一个问题。政府进一步裁定没有实施真实出售，因为CIBC在交易中由安然公司提供担保。肯尼斯·莱承认政府的指控，凯文·汉农（Kevin P. Hannon）也是。他们同意指控该部门那些在2005年4月被审判的人员。这次审判是检察官们遭遇的一次重大挫折。它持续了三个月，但在2005年7月因陪审团不能取得一致意见而告终，并对其他人宣判无罪，没有任何被告被定罪。但是，安然副总裁克里斯托弗·卡尔格（Christopher Calger）承认自己有罪，他通过狼泉II项目和其他活动过早地认识到自己在确认盈利中的作用，从而实施了电信欺诈。

安然北美公司的首席会计官威斯利·科维尔（Wesley H. Colwell）面临着SEC提交的欺诈索赔。他被控滥用储备金账户、藏匿损失、夸大资产价值，以及在不同交易中使用不当的会计处理方法。SEC指控，安然公司为满足金融分析师的期望，在2000年不当地递延了储备盈余账户中的4亿多美元盈利。科维尔被控利用这些储备金账户和其他活动隐瞒了10亿美元的损失。另一些交易则被用来规避管道业务滑坡带来的14亿美元损失。科维尔没有承认也没有否认上述指控，但支付了50万美元来解决SEC的官司。另一位安然执行官雷蒙德·鲍恩（Raymond Bowen）支付了50万美元来平息SEC的指控，他夸大了安然拥有的海洋能源（Mariner Energy）公司的价值，高估超过1亿美元。

肯尼斯·莱

安然的破产审查员试图从安然公司向肯尼斯·莱提供的贷款中收回8 150

万美元，莱用安然公司的股票来偿还这些贷款。莱和妻子持有的年金也是他报酬的一部分，也在努力追讨中。安然向莱支付了1 000万美元的资金，但破产审查官认为当时那些合同就只值469万美元。审计官想让莱补足中间的差价。破产审计官控诉，莱和斯基林破坏了对安然公司股东的诚信义务，同意设立某些SPE，但未能对那些SPE进行有效监管，同时也忽视了那些交易结构可能被法斯托和库珀滥用。

莱甚至在公司倒闭的时候还要求员工购买安然公司的股票，他在行使购买9.3万股安然股票的期权并出售股票获得盈利时，也要求员工购买安然股票。联邦法院允许对莱采取集体诉讼，声称安然实际上是一个巨大的庞氏骗局计划，而莱在该计划中获得并出售了安然股票，这实际上是大规模内幕交易的一部分。杰弗里·斯基林和其他安然官员也在诉讼对象中，他们被认为是旁氏骗局的参与者。

1998年至2001年，莱在安然股票期权上的收入超过2.17亿美元，还收到了1 800万美元的薪酬和奖金。尽管如此，莱的妻子琳达在电视节目“今日”上仍称莱在安然倒闭后陷入了财务困境，因为他们大多数的资产仍然集中于安然股票，而这些股票几近一文不值。琳达·莱声称她和她的丈夫已经“失去了一切”。她的哭穷遭到普遍的嘲笑，许多媒体报道莱的一家仍然住在休斯顿价值780万美元的公寓内。事实上，莱的一家出售了他们许多的资产，包括他们的度假房产和家具。琳达·莱甚至还开了一家名叫“我的物品”的商店出售家具用品。他们的财务问题其实主要归咎于莱的一家进行了许多糟糕的投资，并且以安然股票为抵押从金融机构借款9 500万美元。

肯尼斯·莱为解决他面临的法律问题，采取了一切必要的法律手段，包括在国会委员会检查安然破产案之前采取第五修正案。莱拒绝在其他任何地方发誓作证，但却同意在安然破产审查官面前进行为期一天的谈话。莱拒绝了SEC因为他个人财务记录的传唤。因为不希望有检察官热衷于此，他这样做是正确的，就如针对安德鲁和李·法斯托的强大策略所证明的那样。加利福尼亚的总检察长比尔·洛克耶（Bill Lockyer）早前多次被引用提及，他想亲自带莱去一个“8×10的单元小格子，在那里向纹身的花花公子说，你好，

甜心，我的名字是斯派克”。[1] 安然被认为在加利福尼亚操纵电价。杰弗里·斯基林用自己的笑声回应了洛克耶的攻击，他在一次行业会议上讲了一个笑话，加利福尼亚和泰坦尼克号之间的区别是，泰坦尼克号毁灭了，但船上的灯一直还亮着。

鲍尔斯报告夸大了莱的作用，报告中没有发现任何证据表明在乔可中莱已经取代了库珀的作用，而这次交易正是导致了安然的垮台。然而，同一份报告认为，莱错误地批准法斯托参与到SPE业务中来，也未能实施足够的控制来制止法斯托中饱私囊并危及安然公司。鲍尔斯报告认为，这是一种忽略而非故意，指出莱赋予了杰弗里·斯基林在LJM合伙中的管理职责。这并未阻止莱在安然倒闭30个月后被起诉。莱在安然的会计丑闻中被诉只承担有限的责任，但被控在安然公司真实的财务状况上误导了投资者。

起诉书称，莱、斯基林和凯西都参与到了阴谋中，他们试图操纵盈利来满足分析师对季度收入的期望。这一阴谋被指控向分析师虚假吹捧了安然公司各业务单元（包括安然宽带服务公司），掩盖了安然债务的真实程度并隐瞒大额损失。这一阴谋也被认为以一种误导的方式通过SPE构建了金融交易来满足盈利及现金流目标，通过错误地使用储备账户来操纵利润，通过高估资产错误地制造了利润，规避了SPE中所要求的善意和真实出售原则。

之后，莱被控在2001年9月26日安然公司举办的一个在线论坛上对员工们撒谎，其间他说第三季度的情况“看起来不错。我们击败了那些数据”。他声称，第四季度看起来也会很好，即便他已经知道安然正在遭受巨大的损失。莱说，“我们有经营记录和财务业绩，”“资产负债表很强劲”，他“个人相信安然的股票在当前价格是令人难以置信的划算买卖”。莱给员工留下的进一步“印象”是，他在前两个月增持了安然股票。事实上，他购买了400万美元的安然股票，但也售出了2 400万美元的安然股票。他还告诉一家信用评级机构安然和亚瑟·安德森“清洗”了公司的账务，公司不再有资产可以注销了。

---

① James L. Sweeny, *The California Electricity Crisis*, p. 192. Lockyer's rhetoric makes one wonder whether he might be the descendant of Robert Lockyer, the "known agitator" executed by a firing squad in front of St. Paul's Cathedral in 1649 on the order of Oliver Cromwell. Trevor Royle, *Civil War*, p. 511.

莱被控银行诈骗，他以安然股票获得了银行贷款，此举违反了联邦储备委员会设定的保证金要求。这是一个相当冷僻的指控，表明政府并不掌握太多关于莱的证据。政府声称，莱不正当地使用“无目的”的银行信用额度获取资金投往安然股票的保证金。而这样的无目的贷款不得用于保证金存款的“目的”。相反，“目的”贷款被用于了保证金交易，然后只有股票的保证金价值，对安然来说仅是50%。无目的贷款以安然股票为担保，贷款担保率70%~80%，政府声称这让莱从“有目的”贷款要求的50%比率降低其股票保证金。

针对莱的指控最长可能判监禁175年。莱在被捕时被戴上了手铐，并在摄像机前进行了游街以此来羞辱他。在被保释后，莱举行了一次新闻发布会，他在会上宣布他是无辜的，他批评检察官并指责安然的会计欺诈全是法斯托的责任，法斯托将是自己的主要指控人。在2004年《华盛顿邮报》的一篇文章中，莱指责对他的起诉书有政治动机，要求迅速审判。莱写道：

> 为什么司法部不愿意立即同意马上审判？是我的起诉书——很奇怪的是在“国家民主公约（the Democratic National Convention）颁布两周前发送”——很大程度上有政治性？
>
> 在8月16日《国家法律杂志》的一篇文章中，哥伦比亚法律学院企业管理中心的法律教授、主任小约翰·卡菲（John C. Coffee Jr.）总结说：“可以肯定的是，起诉莱是强烈的政治需要，这可能会解释为什么检察官把信封证券和邮件欺诈理论推到了极限。但是曾经一旦发生的事情可能会再次发生。”换而言之，如果他们能这样对我，他们也能这样对待其他人。①

政府预料到了莱的爆炸性反映。政府也从李·法斯托那里学到，没有什么比勒索其家人，要挟他们成为人质更管用。检察官开始调查莱的妻子琳达在安然公司破产前出售50万股安然股票。出售股票是为了一个家庭基金会，出售获利中120万美元的收益被捐给了慈善机构，以履行基金会所

① Kenneth Lay, “The Politics of My Trial.”

作的承诺。莱请求快速审判被否决了，表面上是因为坚守莱的宪法权利，一场迅速的审判要求对莱的审判从杰弗里·斯基林的审判中隔离出来。政府希望他们在一起能互相指责，并且相信当陪审团看到大额薪酬和公司盈余的证据后会怀有偏见。在这种情况下，对肯尼斯·莱和杰弗里·斯基林的审判被推迟到2006年1月。法院将对莱犯有银行欺诈罪的指控和欺诈串谋罪指控分开。政府随后要求将对银行欺诈罪的指控放在2005年夏天审理，但这项请求被拒绝了。

杰弗里·斯基林

杰弗里·斯基林因为没有对LJM合伙进行有效的监督而被鲍尔斯报告指责。安然公司的员工称斯基林已经注意到了法斯托在SPE中的不当行为，斯基林在安然公司的商人投资中批准了一项隐藏大额损失的交易。据报道，公司的财务主管杰夫·麦克马洪（Jeff McMahon）向斯基林抱怨过法斯托在LJM中的行为。斯基林将麦克马洪相关指控告诉了法斯托，之后麦克马洪被换到了安然公司的另一个岗位上。麦克马洪之前曾在亚瑟·安德森工作过，与谢伦·沃特金斯（Sherron Watkins）在德国金属公司（Metallgesellschaft）共事过。当德国金属公司陷入内幕交易丑闻事件时，他们俩双双跳到了安然公司。麦克马洪认为法斯托的双重身份——既是首席财务官又在LJM的普通合伙中拥有股权存在“功能障碍”和“许多方面的问题”。但是，他也断言这些问题可以通过采取“一些简单的重组手段”来减轻，比如，让法斯托退出对部分安然员工的绩效审查，这些员工正是他与LJM谈判的员工。麦克马洪在安然公司破产后被安然地产起诉，以收回安然公司支付给他的款项。

2004年2月19日，在法斯托认罪后不久，斯基林因内幕交易及其他共计24项罪名被起诉，检察官要求的这些指控最多达到325年。这也是政府滥用权力的另一个例子，内幕交易指控断言斯基林在离开公司后通过出售安然股票获利超过6 200万美元。斯基林1998年至2000年从期权中净赚了9 000万美元，并从薪酬和奖金中拿到了额外的1 400万美元。他被指控通过伪造15%～20%的年增长率和隐瞒损失与债务，参与操纵安然财务报表的阴谋欺

诈，以满足甚至超出分析师们的期望。据说被骗的人包括大众投资者、信用评级机构和SEC。

起诉书要求从斯基林账户上冻结5 000万美元并没收他在休斯敦价值470万美元的房子。政府再一次采取了强有力的手段，通过获得法院命令冻结了斯基林5 000万美元的资产。虽然斯基林很难对任何人构成威胁，也不大可能逃跑，但他被戴上手铐带到法院且保释金被定为500万美元。政府通过没收他们的鞋带、皮带和领带，进一步羞辱了被捕的安然公司行政人员。这表面上是一种防止自杀的措施，但该策略旨在通过要求他们保持裤子和鞋子不系带来羞辱这些高管。这种胡言乱语已经变得众所周知，甚至被描绘得绘声绘色，大多数管理人员也据此作出了相应的被捕准备：斯基林到达法院时没有系腰带并且穿着乐福鞋。他对这些指控不服。另外30项指控是针对理查德·凯西的，旨在进一步打击和向凯西施加压力让他认罪并指控斯基林。

政府的攻击确实对斯基林造成了影响，他被带到了纽约医院后，警察发现他的醉酒迹象，凌晨4：00在公园大道上行为异常。据报道，斯基林在街上靠近了行人，抓住了他们的衣服，指责他们是联邦调查局的代理人。斯基林声称他也是受害者，那两个人一直就安然公司问题骚扰他，当他被问到那两个人是否是联邦调查局的代理人时，他又拒绝回答。法官听了斯基林的刑事诉讼案后，要求他午夜宵禁、戒酒并为他酗酒寻求辅导，他的酗酒情况随着政府检察官的关注在不断恶化。然而，他已准备了一次强大的反击。他试图使公众记得被政府称为未被起诉共谋者的114个人的名字。这些人包括许多商业和法治领域成绩突出的个人，斯基林辩称，有证据表明政府试图将整个商业社会入罪。这个动议后来被否认。

第3节　银行的参与

预付的远期交易

花旗集团从1997年到2000年三年间从与安然相关的交易那里收到了

1.88 亿美元收入。花旗集团帮助安然公司构建了总额超过 46 亿美元的交易，将债务从资产负债表中移除，并允许安然公司从营业活动中确认了大量现金流。1999 年至 2000 年，摩根大通从安然公司那里收到了 4 900 万美元收入；1992 年至 2001 年摩根大通为安然构建了超过 37 亿美元的融资。安然公司丑闻中，这些银行的参与导致了一片批评之声，认为取消《格拉斯—斯蒂格尔法案》对商业银行参与非银行业务的限制为时过早。然而，支持该抱怨的理由相当有限，因为银行体系运行健康，与 1929 年《格拉斯—斯蒂格尔法案》颁布后的股市崩盘完全不同。

在安然公司倒闭后，那些银行确实为帮助安然实施金融诈骗感到后悔。摩根大通在 2001 年第四季度从安然及安然和阿根廷分部的业务中亏损了 3.22 亿美元。银行披露其对安然公司的总敞口高达 26 亿美元。由于这些问题，摩根大通的股价都几乎腰斩，损失了超过 30 亿美元。花旗集团的股价在 2002 年的 1 月至 7 月下跌了 25%。到 2002 年 1 月，花旗集团的市值下跌超过 110 亿美元。美洲银行也因安然及其他丑闻而受牵连。它的股价市值下跌超过 39 亿美元。这看起来反应过度了。美洲银行仅花费了 6 900 万美元就解决了因为参与到安然事件中而遭到的集体诉讼。

银行应该通过摩根大通及三井住友集团（Sumitomo Corp.）的早期经验得到预警。1996 年，住友集团的一名流氓交易员浜中泰男（Yasuo Hamanaka）试图操纵全球铜价失败而亏损 26 亿美元。该交易员通过大通曼哈顿银行和摩根大通公司在合并前提供的融资来开展上述交易。住友集团对上述两家金融机构提起诉讼，指控银行向浜中提供了 9 亿美元的信贷来假装进行铜互换，使得浜中在他的头寸上加杠杆并逃过了管理层的监管。据报道，这起案件银行支付了 1.25 亿美元。

预付

曼哈顿大通银行（现在的摩根大通银行）并没有被住友银行的经历所吓倒，它参与到一系列“预付”合同的交易中来，在此种交易中，它通过 SPES 提前支付数年之后按协定交付天然气或石油价款。安然公司的预付交易要求

购买者对未来安然公司应交付的商品提前支付全部价款。就如在住友案中一样，这些交易为申请贷款而伪装，而非真实的商品交易。

远期合约在商品交易业务中很常见。它能保证加工商和经销商商品供应的可靠性并确保销售货源。但是，远期交易对双方也都存在风险。比如，生产商可能违约，要求购货商在市场上以更高的价格满足购货需求。如果合约的价格是预定的，那购货商在违约时就面临着资金损失的风险。相反，购货商也可能违约，要求商场上以更低的价格来寻找别的买家。为防范这些风险，双方会考虑对方的信用评级作为对方履约能力的度量因素。双方都可以要求提供担保来确保履约并抵补未来可能违约的损失。

与远期合约相关的另一种风险是价格波动风险。如果价格固定在合约签署时的价格，无论在商品交割时价格如何变化，卖方必须准备好交割的商品。如果卖方并不拥有商品，他必须在市场上购得商品，购买价格可能会比远期合约设定的价格高得多。如果卖方是商品的生产商，他就不用到市场上去高价购买商品，但在远期合约下收到的价格仍然会比市价低。买方也拥有价格风险。如果远期合约下的商品价格高于交割时的市价，买方会被要求以比市价高的价格购买商品。当然，如果双方不愿意固定合约中的商品价格，他们也可以简单地在交割商品时以现在的价格进行买卖。但是，许多买方和卖方还是更愿意固定合约价格以此来固定他们的成本或收入。

安然的预付交易被用来规避价格风险。其通过马洪尼有限公司（Mahonia Ltd.）、马洪尼天然气有限公司（Mahonia Natural Gas Ltd.，统称为马洪尼）和斯通维尔爱琴海有限公司（Stoneville Aegean Ltd.）来建立泽西岛SPE。这些SPE是由穆兰特公司（Mourant&Co.，一家由同名律师事务所经营的泽西岛租赁公司）为大通创建的。这些SPE被认为由慈善信托拥有，但由同一位主管伊恩·詹姆斯（Ian James）管理，并由同样的股东持股，名为茱瑞斯公司（Juris Ltd）和莱夫利公司（Lively Ltd）。通过使用这些SPE，与安然公司开展的预付远期合同就变成了循环交易，消除了普通远期合约的风险，仅留下了贷款的风险。安然的破产审计官发现泽西岛SPE用于预付的资金由大通资助：

SPE因为自己与银行签订了远期预付合约，它从银行那里收到了钱。安然公司和银行将同时签署衍生合同，据此安然将同意为其交割给SPE的商品数量支付固定价格，再加上一个利息因子，作为交换，银行同意以安然公司与SPE前述的远期预付合约为依据，在安排的交割期为商品支付市场价格。

承担商品的价格波动风险的是安然，而非是银行或者SPE。安然公司有浮动价格风险，同意在未来的某个时候将商品交割给SPE，但通过从银行收到浮动价格来代替固定价格消除了该风险。银行并无商品价格风险，因为虽然它从SPE那里收到浮动价格，但它通过同意从安然公司接受固定价格（加上一定利息）而消除了该风险，作为交换，它向安然支付浮动价格。SPE也不承担商品价格风险，因为仅仅是将从安然公司收到的转手给了银行而已。[1]

在一些交易中，价格风险是“虚幻的”，因为被交割的商品从安然公司被送到其他SPE或银行，再送回安然，这样环形流动。[2] 在2000年12月28日安然与马洪尼进行的预付交易中，安然同意按照协商的交割日期将天然气交割给马洪尼。马洪尼反过来同意出售并将同一批燃气交割给斯通维尔。之后，安然同意从斯通维尔那里购回同等数量的燃气，而购回日期正是安然同意将该燃气出售给马洪尼的日期。任何缺口或者残存的价格风险都被互换合约所覆盖，最终将商品风险转回了安然公司。

担保人

对于摩根大通来说在与安然的预付远期合约上存在交易对手违约的风险，这个风险在任何贷款交易中都很常见，但这个风险摩根大通并不想承担。摩根大通不想从安然公司那里承担额外的交易对手风险是有原因的。根据集体诉讼可知，摩根大通对安然的长期债务已经簿记了数百万的看跌信用违约，当安然在该债务上违约时，银行有义务来弥补该缺口。摩根大通试图消除预付交易中来自安然方面的交易对手风险，首先从其他银行那里获得备用信用

---

① Batson, Second Interim Report, p. 45.

② Batson, Second Interim Report, p. 58.

证，之后再让保险公司为安然交割天然气和石油作担保。

担保人为安然公司交割商品作担保，而非安然公司的贷款。这是一个重要的区别，因为纽约的法律禁止担保人为金融交易作担保，但却没有禁止为商品交割作担保。但安然因宣布破产而违约时，担保人拒绝支付因为他们发现预付交易事实上是被伪装的贷款，而非他们提供保证保函时被告知的远期交易。担保人声称这种伪装是一种欺诈，诱导他们为金融产品作担保，这违反了纽约的法律。摩根大通起诉担保人应支付 9.65 亿美元，要求纽约的联邦地方法庭判决总数如上。地方法庭拒绝了那个请求，并在该问题上宣判[①]。在审判中，摩根大通反驳担保人其实知道交易的本质。案件被提交给陪审团后，在陪审团作出决定前案件就得到了解决。据报道，解决问题的金额是摩根大通想要的一半多一点。

在引入担保公司前，摩根大通使用其他银行的保证保函来防范安然公司在预付交易中的违约风险。在信用保函之下，如果安然公司不能履行交割义务，银行会被要求支付。一个财团在安然违约后拒绝支付 1.65 亿美元。摩根大通之后在英国起诉了这家财团。英国的法官在一个很长的意见中裁定安然公司已经很好地阐释了预付交易，而且该会计处理方法并不违背美国的证券法规。纽约的联邦法庭也代表摩根大通的股东们对其在预付交易中的作用表示怀疑，故而驳回了该集体诉讼。

1992 年至 2000 年，安然公司从预付交易中获取了超过 90 亿美元的现金，安然公司将其作为经营现金流而非债务。预付交易被用来增加安然公司的现金流，目的是与其盯市盈利相匹配："对于安然公司来说，预付是每季度救命的现金流"，在 2000 年占安然经营现金流的过半资金[②]。1999 年，这些交易向安然公司提供了几乎全部的经营现金净流入，2000 年则是提供了三分之一。在安然公司倒闭前的 4 年里，预付交易是其现金流的最大来源。

在安然公司的资产负债表中，从价格风险管理角度预付交易被作为债务

---

① *JP Morgan Chase Bank v. Liberty Mutual Insurance*, 189 F. Supp. 2d 24 (S. D. N. Y. 2002). 作者在此过程中作为担保方面的专家，并在安然倒闭的巨额索赔诉讼中担任专家。

② Batson, Second Interim Report, p. 45.

披露。这允许安然避免将其从预付交易中收到的记为债务，那个金额单在2000年就高达40亿美元。由于这一点骗术，“安然公司的关键信用比率明显提高。”[1] 就如破产审计官总结的。“预付技术是安然公司使用的一个有力工具，目的是保持投资级别。”[2] 安然拒绝了亚瑟·安德森关于将预付交易在安然的财务报表上进行披露的建议。安德森之后总结如果没有作出披露，安然公司的财务报表不会产生实质性误导。

花旗集团

花旗集团也与安然公司发生了许多预付交易，包括“优胜美地项目”，其中涉及花旗集团向机构投资者私募票据。这些票据的收益被放置于“盲池信托”，之后通过预付交易将钱借给安然公司。花旗集团将票据利息支付给机构投资者。反过来，花旗集团收到了来自盲池信托的支付，盲池信托通过预付交易从安然公司那里收钱。信用违约互换通过一纸合约交换对安然公司高级别无担保债务的支付义务来向盲池信托提供保障。花旗集团也参与到盲池信托的信用违约互换中来，目的是对冲与安然公司的交易对手风险。在其他交易中，花旗集团创设了一家叫作德尔塔（Delta）的SPE来直接向预付提供融资并掩饰花旗集团的作用。

更奇特的是纳罕尼项目（Project Nahanni），它是由安然公司和花旗集团创设的名叫纳罕尼有限公司的SPE组成的合资公司。这家SPE的资本中有4.85亿美元来自花旗集团的贷款，1 500万美元的股权来自第三方。那些资本用来购买美国国债。那些国债被用来“捐赠”（而非借贷）给一家安然的附属机构——马伦（Marengo），纳罕尼在马伦中拥有50%的有限合伙权益。马伦出售了国债并将收益借贷给了安然公司，之后安然公司声称他们是从经营活动中收到的现金流。1999年，这笔交易产生的资金占了安然披露的总现金流中的41%。1999年12月29日，收益用来偿还了5亿美元的安然债务。仅仅在其1999年财务年度封账三周后，安然归还了纳罕尼5亿美元及利息。安

[1] Batson, Second Interim Report, p. 45.

[2] Batson, Second Interim Report, p. 62.

然公司的盯市会计准则要求使用这种策略来弥补净收益和其经营资金流之间的差距。

巴克斯项目（Project Bacchus）是花旗集团为安然公司设计的又一个融资计划。在此结构中，安然公司创设了一个 SPE，其资本中有 1.94 亿美元贷款来自花旗集团，600 万美元来自股权资金，目的是按照会计准则要求保持 SPE 的独立性。这些资金之后被 SPE 用来购买安然公司的部分纸浆和造纸业务。按照会计准则要求，600 万美元的股权投入应该是有风险的，但安然和花旗集团私下同意花旗集团的这些资金不会面临风险。SEC 指控这一私下协议否定了 SPE 的独立性。这意味着此种安排应被描述为安然公司资产负债表上的债务，而不应该被报告为经营现金流，而安然公司现在却是这样报告的。

为销售安然公司的其他木材产品，安然还创建了其他的 SPE。它们包含一个名叫快照的项目，该项目利用了名叫鱼尾有限公司（Fishtail LLC）的 SPE，该公司由 LJM2 创建。鱼尾从安然木材期货合约中获得购入期货利润的权利，向安然提供可被报告为营业收入的现金流。鱼尾的资产后来通过另外两个名为第一索罗马有限公司（Sonoma I LLC）和佳慕信托（Caymus Trust）的 SPE 被转回了到巴克斯项目。安然公司尝试通过花旗集团向巴克斯和鱼尾进行再融资，这次使用了圣得西工业有限合伙企业（Sundance Industrial Partners LP)，该合伙企业受控于所罗门兄弟大伞下的花旗集团。再一次地，据称的独立投资者（圣丹斯）被确定并无风险，因为安然公司保证其免受损失。安然公司履行了承诺，在破产前三天收回了在所罗门合伙中的权益。上述行动通过从摩根大通借款 14 亿美元得以实现，除了使鱼尾和巴克斯保持流动性所需的金额，其他都要在未来偿还。超过一天未用于清算的金额成为税收策略的一部分，它们被用来规避加拿大的税收。通过这些不同的纸浆和造纸项目，安然能够在 2001 年将 3.75 亿美元的债务移除出资产负债表，同时避免（或规避，就如安然自己的律师所声称）超过 1 亿美元的加拿大税收。

安然的破产审查员总结说，“虽然其结构复杂，安然的主要目标很简单：(1) 向金融机构借钱，但不会被记作债务；(2) 将贷款记为经营现金流。为

实现这些目标，安然公司使用SPE结构来散布本就是彻底误导的财务信息。”[1] 破产审查员发现，2000年安然公司使用其SPE交易和其他可疑的会计手段产生了96%的报告收入，同时将报告的债务从221亿美元削减超过50%达到102亿美元。

金融机构的责任

截至2003年年中，SEC已经从安然前雇主和与安然交易的机构那里获得了3.24亿美元罚金。这个数据在未来几个月里继续攀升，与当事人私人和解的数量也在攀升。在安然公司被宣布破产后，优胜美地的一些投资者向花旗集团提起了诉讼。诉讼声称，花旗集团通过他们的投资来减少自己对安然的风险暴露。由庞帕诺比奇警局和消防员退休金计划代表花旗集团提起的集体诉讼攻击了银行在安然交易中的作用，后来被驳回，但加州大学董事会在诉讼中的运气更好。花旗集团同意在2005年7月以前所未有的20亿美元来解决那些索赔。这个与安然有关的集体诉讼已经从其他机构那里获得了5亿美元。在与花旗集团和解后，摩根大通很快也出资22亿美元。加拿大帝国商业银行（CIBC）在此过程中又增加了24亿美元来应对索赔。CIBC在安然破产过程中再支付了2.74亿美元。加拿大皇家银行（The Royal Bank of Canada）在安然破产过程中也支付了2 500万美元。

2003年7月29日，摩根大通和花旗集团同意向SEC缴纳共计2.55亿美元的罚款，因为它们帮助安然公司使用预付交易结构来将盯市收益与经营现金流相匹配。摩根大通同意支付其中的1.625亿美元。摩根大通和花旗集团同意再向州和纽约市支付5 000万美元以避免被刑事诉讼。2002年第四季度，摩根大通宣布了3.87亿美元的亏损，部分是因为与安然业务形成的债务。银行已经支付了13亿美元的费用来掩盖这些问题。2005年8月，摩根大通支付了将近10亿美元来解决由于安然地产破产带来的安然破产“巨无霸”诉讼。解决方案包括3.5亿美元的现金支付和放弃对安然地产价值6.6亿美元的

---

[1] Batson, Third Interim Report, p. 25.

索赔。

安然破产审查员总结一些其他的金融机构做法并不正确，他们对安然地产负有责任，至少，他们的索赔权应次于其他债权人。苏格兰皇家银行（The Royal Bank of Scotland PLC）（以前的国民西敏寺银行）被破产审查员控诉，明知安然公司的错误行为但仍通过银行为交易融资向安然提供了许多帮助。破产审查员同时声称瑞士信贷第一波士顿 1999 年从安然公司收费 2 300 万美元，还协助了安然公司的其他不当交易，包括一笔总额 1.5 亿美元被伪装成贷款的预付交易。这些交易包含为名叫尼罗河（Nile）的交易提供融资，交易涉及安然公司的另一个 SPE 结构。

多伦多银行（The Toronto Dominion Bank）也是破产审查员的一个目标，因为该行为安然的预付交易提供融资和结构化安排。该行参与了与安然公司的 6 笔预付款交易，总额达 20 亿美元。多伦多银行支付了 3.5 亿美元来解决安然破产进程中对其的索赔。集体诉讼称，另一种形式的伪装贷款交易是与康涅狄格能源恢复局（CRRA）和康涅狄格光电公司（CL&P）进行的。特别是 2001 年 3 月，CL&P 向安然公司支付了 2.2 亿美元，签署合同购买 CRRA 的垃圾蒸汽发电。反过来，安然公司也同意连续 11 年每月为那些电向 CRRA 支付 240 万美元。这些还款等于 CL&P 偿还了 2.2 亿美元并支付了利息。事实上，安然从来没有购买过电。

美林公司

政府在单独的起诉书中指控安德鲁·法斯托和另外几名人员，包括安然公司的员工和美林公司的四名员工，与 1999 年销售电力生产驳船的欺诈相关，该驳船在尼日利亚海滩抛锚。这些驳船被安然公司视为以 2 800 万美元出售给了美林证券的 SPE – E 驳船（Ebarge），但事实上并没有真实出售。政府称，美林公司已保证法斯托将出资购买，利润在 6 个月内高达 15%。

回购由安然公司通过 LJM 提供融资，驳船之后再以一定的利润出售给第三方。政府声称，美林证券和安然公司签署的回购协议意味着美林证券从未拥有驳船的所有权风险，而安然公司也不正确地将本应计为债务的 1 200 万美

元计为了收益。安然公司的前会计师希拉·卡哈内克（Sheila Kahanek）和副总裁丹·博伊尔（Dan Boyle）被指控与本次交易有关。美林公司被起诉的是美林证券投资银行主席丹尼尔·贝利（Daniel Bayly）、美林资产租赁和金融集团负责人詹姆斯·布朗（James Brown）、安然关系经理罗伯特·福尔斯特（Robert Furst）和美林公司的副总裁威廉·富斯（William Fuhs）。

审判开始于2004年9月，虽然距离安然事件曝光已经过去了三年，但事实上是第一名安然公司员工因不当行为而受审。本·格兰森来自法斯托的监狱牢房，他证明这笔交易是假的。虽然法斯托是合作的见证者并声称是整个计划背后的策划者，但政府拒绝让安德鲁·法斯托作证。事实证明，并不需要法斯托的证言。陪审团裁定六名被告有罪。政府之后试图为巴利（Bayly）增加刑罚，声称他应承担因安然倒闭而对股东们造成的全部损失。这引起了商会（Chamber of Commerce）和《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）的反对。商会断言，"对白领犯罪越来越具侵略性的指控将对企业、员工和股东造成无法估量的经济及无形损害"。司法部三十三年来正在寻求审判法官尤因·维蕾娜（Ewing Werlein Jr）认为是相对"良性"的犯罪。法官判处了30个月的监禁。

美林证券参与到与安然公司的许多交易中，包括电力衍生品交易，这些背靠背看涨期权能彼此相互抵消，但允许安然簿记大约5 000万美元的盈利以满足1999年的目标。此交易在次年结清。美林证券的经济人丹尼尔·戈登（Daniel Gordon）承认与此相关的刑事指控，同时被指控与美林一起进行了一个虚假交易，从而得到了4 300万美元的收益（为获准进入常春藤盟校，戈登扮演黑客进入学校计算机并修改成绩，后来被学校驱逐）。美林证券并未因在安然会计丑闻中的不当行为被刑事诉讼。为避免这些指控，美林证券统一向SEC支付8 000万美元的罚金，并聘请了独立的审计师在司法部选定的律师监督下工作，将对新的结构性融资产品进行审查。

其他机构

雷曼兄弟以2.25亿美元的代价解决了因与安然公司合作而导致的集体诉

讼。2003 年 12 月，加拿大帝国商业银行（CIBC）解决了因其与安然交易由 SEC 提出的各种刑事和民事诉讼。该银行同意三年内不在美国参与任何结构性金融交易并同意支付 8 000 万美元罚金。CIBC 同意被独立的监督人员监督三年并且创设一个内部金融交易监督委员会。CIBC 被指控帮助安然公司开展了 34 个交易，在这些交易中安然不当地抬高收益多达 10 亿美元并虚增了 20 亿美元的经营现金流。美国政府声称这些交易事实上是总额高达 26 亿美元的贷款，但并未在安然公司的资产负债表上体现。这些资产声称被卖给了银行掌握的拥有 3% 独立所有权的 SPE。事实上，安然公司担保银行免受损失。一个 SEC 官员称其为“资产停车场”。CIBC 的常务董事伊恩·索特兰德（Ian Schottlaender），同意支付 528 750 美元来解决 SEC 的诉讼，因为 CIBC 协助向安然发放了 24 笔伪装贷款。索特兰德五年内被禁止担任上市公司的管理层。如上所述，CIBC 也同意早些支付 2. 4 亿美元来解决因参与安然交易而招致的集体诉讼和股东索赔。

国民西敏寺银行协助法斯托通过 LJM 结构在涉及 540 万股节奏网络连接（Rhythms Net Connections）股票的交易中使自己获益。节奏公司首次公开发行股票后，安然公司被要求将股票进行盯市处理，但在 6 个月内禁止出售股票。法斯托计划通过安然公司将安然持有的一个看跌期权出售给叫 LJM 互换替补有限合伙企业（LJM Swap Sub LP.）的 SPE 来对节奏进行对冲。这个实体中的独立股权由瑞士信贷第一波士顿和国民西敏寺银行提供融资。当节奏公司价值增加后，法斯托和国民西敏寺银行的三个雇员安排国民西敏寺银行出售其在 LJM 互换替补有限合伙的权益，而价格远低于上涨后的市价，这样就能使国民西敏寺银行的银行家未经授权个人获得利润 730 万美元。另外 1 200 万美元支付给了名叫南安普敦的合伙企业，该合伙企业向法斯托家族基金支付了 450 万美元（用于有税收优惠的家庭度假、雇用安德鲁·法斯托的父亲和作为法斯托向社会上层进军的手段）。迈克尔·库珀收了 450 万美元，另外安然公司和 LJM 的五名其他雇主总共收了 330 万美元。

安德鲁·法斯托承认了自己的罪状，南安普敦在以 100 万美元购买不久后以 2 000 万美元的价格将节奏公司股票返售给安然公司。三名国民西敏寺银

行家大卫·伯明翰（David Bermingham）、加里·穆尔格鲁（Gary Mulgrew）和吉尔斯·达比（Giles Darby）被控与这些欺诈交易有关并从中获益。美国政府断言，这些利润应该给国民西敏寺银行的雇员。其中一个被起诉国民西敏寺银行家曾"讽刺地"警告银行安然交易可疑[①]。国民西敏寺银行的银行家拒绝从英国被引渡，辩称美国没有权利为据称在英国伦敦开展的欺诈活动去起诉三个英国公民。一名英国法官命令将他们引渡，但这些银行家宣称他们正在向内政大臣查尔斯·克拉克（Charles Clarke）提出上诉，并且要求依照新的反恐法规对他们进行引渡。国民西敏寺银行的银行家继续努力避免被英国法院引渡。节奏公司的股票并非对每个人都是灾难。公司的首席执行官凯瑟琳·哈普卡（Catherine Hapka）在公司垮台前就出售了2 100万美元的公司股票。

巴克莱银行是又一家在安然融资体系中的金融机构。巴克莱银行和花旗集团、德意志银行、摩根大通、美洲银行一起在2001年2月担任19亿美元的安然零息票可转换债券的配售代理。巴克莱银行承销了优胜美地（一家SPE公司）2.4亿美元利率为8.75%的债务，该行还直接向安然公司贷款30多亿美元。一项集体诉讼指控巴克莱银行是"1998年为购买位赛克斯水务公司（Wessex Water）提供23亿美元债务融资的债权人；1997年11月向安然贷款2.5亿美元的协调安排者；它参与了1998年9月为安然公司提供10亿美元信贷和2001年8月为安然提供30亿美元债务，两者都用于支持安然发行商业票据债务；1998年11月，它参与为安然公司提供2.5亿美元的循环信贷额度；1998年5月，它参加并帮助为JEDI提供5亿美元的信贷便利。"[②] 巴克莱银行为数个有问题的交易提供了融资，这些交易将债务移出了安然公司的资产负债表并增加了现金流。有时候，作为某些安然SPE表面上独立的3%所有权的拥有者，巴克莱银行得到了安然关于银行将被保护免受损失的保证。所有这些活动使巴克莱银行成为安然破产审查员的目标。

H&R布洛克财务顾问公司（H&R Block Financial Advisors）被全国证券交

---

① Neal Batson, Court - Appointed Examiner, Final Report, *In re Enron Corp.*, p. 69.

② *In re Enron Corp.*, 235 F. Supp. 2d 576, 652.

易商协会（NASD）指控欺诈投资者，它们在安然公司的会计问题被揭露后仍然保证安然的债券是安全的投资品。H&R 布洛克财务顾问公司的经纪人在安然公司破产之前的 5 周内向 40 个州的超过 80 个客户出售了 1 600 万美元的债券。

第 4 节　加利福尼亚州的交易丑闻

安然公司的问题在继续发酵。检察官和监管机构对该公司在加利福尼亚州电力市场的交易业务进行了突然袭击。安然公司被指控利用加利福尼亚州能源市场的监管效率低下来“游戏”市场。

加利福尼亚放松监管

安然在加利福尼亚州的交易业务背景很复杂。国会在放松对天然气市场的管制后紧跟着是开展放松电力市场管制立法。1992 年能源政策法案指示联邦能源管理委员会（FERC）要求各州放松对电力公用事业的管制并在发电和输电上提倡竞争氛围。根据上述要求，FERC 确定垂直一体化的公用事业公司正在利用其对输电设施市场的影响力来阻挠竞争。为了纠正这个问题，FERC 第 888 号命令要求受监管的电力公司拆分批发电力服务，并在非歧视性基础上向竞争对手开放传输设施，以允许批发电力进行竞争性定价。

FERC 要求公共事业部门剥离发电设施的实质性部门。这些公共事业可以保留它们自己的传输线，但需向想要开辟新发电设施的人开放和接入这些线路。这意味着新发电设施不必经历传统的、漫长的监管批准过程。FERC 试图让公共设施参与被称为独立系统运营商（ISO）的实体，这些实体将为系统用户提供传输和辅助服务。ISO 将取代系统所有者提供这些服务。FERC 要求 ISO 独立于市场参与者。

加利福尼亚州开始了放松管制的努力，寻求降低电力价格，该州的电价是美国最高的。鼓励替代能源的发展——毕竟，这里是加利福尼亚州——共计 5.4 亿美元的补贴用于了风能和太阳能发电设施，这对安然公司是一个福

音。根据1996年通过的州立法，加利福尼亚试图在FERC管理之下实施自身的放松管制结构。加利福尼亚通过立法创建了加利福尼亚电力监督委员会（CEOB）并指示它创建非营利机构——加利福尼亚州独立系统运营公司（CISOC）。CISOC运行该州所有的电网设施，以确保运行有效可靠。CEOB为CISOC选择董事会。这些董事会成员必须是来自电力市场11个"利益相关者"的代表，包括市场参与者、消费者、企业、电力营销商和公用事业。然而，事实证明由利益相关者组成的CISOC管理结构是不可行的。州议会的格雷·戴维斯州长（Governor Gray Davis）和FERC要求作出改变，但不同意新任命董事会成员。州议会命令由州长任命新的五人董事会，但FERC要求由独立的搜索公司挑选候选人组成一个七人机构。联邦法院裁定FERC没有权力要求公用事业机构更换其董事会。

1996年，加利福尼亚州立法还要求创立加州电力交换市场（PX），该市场于1998年开始运作。它是一个用于电力交易的市场。PX寻求创设"每小时"交易的批发市场，并在"日前"和"日后"进行电力交付。但大多数长期合同都被禁止。PX上的交易实际通过拍卖进行，拍卖中所有购买者支付的都是相同的市场清算价格。该价格是根据能满足所有投标的最低报价为基础计算出来的，是一种反向荷兰式拍卖。这造成了一个复杂的市场结构，由于电力需求波动较大较快，这种情况变得更加复杂，而供给是不能准确预测的，输电设施在满足这些需求波动上也十分有限。

CISOC的作用是在"实时"市场上管理电网和规划传输时间，用来弥补PX关闭后的不平衡。在这种结构下，加州的公用事业不得不向CISOC让渡传输设施的调度控制系统。该实体创设了一种"辅助服务"，以确保在压力时段充分供应。辅助服务建立了储备传输设施作为购机不均衡时的备份。CISOC也可以在短缺时设定价格上限。

有缺陷的体系

加利福尼亚州的最大三家公用事业机构都将他们对传输设施的控制权给了CISOC并且同意向PX出售电能。这些公用设施将被保护，避免因重组而遭

受损失，通过创建一个“搁置资产账户”，国家对因放松管制而资产贬值的公用事业进行补偿。根据FERC第888号命令，加利福尼亚公共事业公司剥离的大部分发电设施被一些州外能源公司抢走，包括杜克能源（Duke Energy）、戴纳基（Dynegy）和瑞莱特（Reliant）。在竞争性市场完全建立之前，那些公司并无兴趣建立新的发电设施。所以，放宽管制计划并没有减轻加利福尼亚州现有的发电短缺。问题是现有的传输设施已经拥挤，建立新设施几乎没有新空间了。十多年来，政府的限制和环境问题阻止了加利福尼亚州建立新设施；公用事业公司没有动力改善或扩大输电设施，所以他们没有这样做。

加利福尼亚放松管制的另一个重大缺陷是，它只针对批发价格。零售价格在很大程度上仍然是受管制的。加利福尼亚的零售价格下降了10%并在管制解除前（圣地亚哥除外）继续冻结。加利福尼亚州发行了总额66亿美元的债券来为收益下降融资。零售价格因为政治原因（无论是通过市场定价还是其他方式，消费者们期望较低的而非较高的费率）被人为地设定在低水平。事实上消费者们忽略了自己也得为降价埋单，他们要支付更高的税金。就像一个学者指出的，对电力市场的批发价格放松管制但是零售价格却是固定的“基于经济原则，让古巴成为今天幸福繁荣的国家①”。较低的零售电价削弱了保护努力，在供应受到压力的情况下增加了需求，创造了另一个完美的风暴，而安然公司兴高采烈地向风暴中心航行。

加利福尼亚州的重组导致了批发市场的波动并暂时出现短缺，因为需求增加，供给紧张，但生产量并没有增加。2000年的夏天，加利福尼亚州经历了断电和轮流停电，并且在2001年的冬季和春季进入了危机阶段。据说州和企业在这场危机付出了800亿美元的代价。太平洋煤气电气公司（Pacific Gas & Electric）和南加州公司（Southern California Edison）是加利福尼亚州两家最大的零售电力公司。当时它们无法对零售消费者提高电价，为此损失了数十亿美元。戴维斯州长说，如果他们同意放弃高费率的诉求，出售它们的传输系统并对该州提供十年的低成本电价，他将为这些公用事业提供救助资金。

① *Ann Coulter*, *How to Talk to a Liberal*, p. 133

太平洋天然气电气公司之后申请了破产，指出无偿的能源成本以每月3亿美元的速度在增长。南加州爱迪生公司也陷入了困境。

加利福尼亚州寻求通过购买电力来缓解正在经历的短缺。这些采购由加利福尼亚州水务资源局（California Department of Water Resources）进行，它成为批发市场的主要参与者。购买资金来源于发行债券产生的125亿美元，这是该州历史上金额最大的国债发行，但随后加利福尼亚州又打破了这一纪录。在此期间，购买资金来源于国库的资金。这次对财政部门的“袭击”和经济衰退使加利福尼亚州财政在2001年从预算盈余80亿美元到实际赤字近60亿美元。加利福尼亚州为电力支付的价格在不断增加，但并没有直接传递给零售客户。相反，随着时间的推移该州纳税人将支付收入债券到期的成本。这种方法没有起到鼓励保护的作用，并未减少需求和价格。

FERC下达命令允许公共事业更多地参与到长期的远期合约市场中来（加利福尼亚州将其限制在现货市场），并消除了由该系统带来的低效率。FERC通过在加利福尼亚州设定价格上限和“价格缓解”命令试图为批发价格制定一些联邦性的控制措施，但他们的积极效果受到了质疑。一个温和的夏天，迟来的保护努力和额外的发电资源供给缓解了危机。然而，该州陷入了债务困境，面临金融危机。也许更糟糕的是，加利福尼亚州在价格高峰期达成了长期供应合同，这使得未来几年电力价格高昂。这些问题和该州越来越多的赤字导致了戴维斯州长被召回，电影明星阿诺德·施瓦辛格在2003年当选州长。

加利福尼亚州要求批发性发电商退还89亿美元的过度收费。联邦上诉法院撤销了FERC的命令，该命令限制了电力销售商可支付退款的金额，州政府赢得了胜利，可能会导致28亿美元的额外退款。应州长施瓦辛格的要求，加利福尼亚州于2004年3月批准了一项160亿美元的债券发行来帮助处理该州预算问题和能源危机剩下的一些残余问题。这160亿美元债券是史上发行的最大额度的市政债券，超过了伊利诺伊州在2003年6月发行的100亿美元市政债券。加利福尼亚州当时有120亿美元的赤字和300亿美元的一般性债券，但它并没有收缩支出。2004年3月，该州单独批准发行了123亿美元的

债券来改善学校。2004 年 11 月，应施瓦辛格州长的要求，另有 30 亿美元债务用于了干细胞研究。州长有时会前后不一致地要求平衡预算并获得批准。加利福尼亚州法院通过投票来再次规范电力市场，但是加利福尼亚州最高法院推翻了这一决定。

安然公司游戏市场

安然和戴纳基、瑞莱特能源、埃尔帕索（El Paso）等大型能源公司，甚至在安然破产之前，在加利福尼亚州能源危机中的角色就饱受攻击。安然公司强烈抵制一个加利福尼亚州立法委员会在该事件中对交易行为进行调查。加利福尼亚州司法部部长比尔·洛克耶（Bill Lockyer）要求肯尼斯·莱在危机期间被监禁。媒体对安然公司交易的批评不断升级，杰弗里·斯基林收到了死亡威胁，并且在旧金山被一个示威者朝脸上扔了一块馅饼。

显而易见地，对于所有参与者来说，加利福尼亚州电力市场温和、不完美、易被滥用，这是一个事实。帮助设计 CISOC 的帕罗特系统公司（Perot Systems Corp.）被指控帮助交易者利用了这些缺陷。CISOC 董事会成员声称“游戏”加利福尼亚州电力市场将类似于“在一桶里射鱼——并不伟大，但利润丰厚[①]。”安然公司的交易者高兴地同意参与并试图利用这个市场存在的低效率。在加利福尼亚州电力危机期间，安然电力交易收入大幅增加。在危机前一年，收入数字是 5 000 万美元，但在 2000 年跳升到 5 亿美元，2001 年则达到 8 亿美元。政府报告估计，安然公司在加利福尼亚州电力危机期间，通过在西部市场中交易电力和天然气的总利润达到 27 亿美元。

安然公司被指控漫天要价，包括为安然风电场生产的电力要价 1.75 亿美元。安然公司的交易者也利用加利福尼亚州市场的缺陷发明了一些“监管套利”策略，最简单的是在加利福尼亚州以最高限价购买电能，在州外无限价的地区出售，那些地方的电价会更高一些。其他的交易则更复杂，有些交易名字很奇怪，如跳弹、胖子、死亡之星和抓住矮子。这些交易在安然倒闭之

① Bethany McLean and Peter Elkind, *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron*, p. 266.

前由外部律师审查，但是在安然公司会计丑闻之后，特别是当律师的备忘录被公布且被张贴在政府网站上时，这些交易变得有争议起来。公开化在媒体中引发了安然的又一场风暴。之后披露了包含安然公司交易员对话的磁带，其中包括讨论加利福尼亚州要求安然公司进行退款和其他能源交易商的漫天要价。那次谈话发生在戈尔（Al Gore）和乔治·布什（George Bush）2000年总统竞选期间：

凯文：那谣言是真的吗？他们（咒骂）把所有的钱从你们那里拿回来了？你们所有偷走的钱是来自加利福尼亚州那些可怜的穷人老奶奶？

鲍勃：是的，米莉奶奶。但她并不清楚如何（咒骂）在蝴蝶选票中进行投票（在佛罗里达州那相当混乱并且导致戈尔挑战2000年的总统选举）。

凯文：是的，现在她想要回她（咒骂）自己的那些电费，你们收取了250美元（咒骂）每兆瓦小时。

鲍勃：你知道—你知道—你知道，米莉奶奶，她正是戈尔想要为之争取的人，你知道吗？……

凯文：哦，最好的事情可能是发生一场地震，让那些事情（加利福尼亚）漂浮到太平洋去……

鲍勃：我知道。那些家伙只是将它们切断了……

凯文：他们是，全部是这样的人（咒骂）——

鲍勃：他们是这样的（咒骂）。[①]

跳弹交易或“兆瓦洗涤”涉及在PX前一天或小时市场购买电能。然后将电存储在第三方，并通过CISOC实时市场重新进口到加利福尼亚州。这样做是为了避免价格上限，是在PX和CISOC市场之间的套利。抓住矮子交易涉及安然公司将非自身拥有的电能向辅助服务市场进行销售。之后，它会尝试以较低价格回购该电能，创造短暂的利润。然而，并不能保证这种较低的价格一定能够获得。

---

① Richard A. Oppel Jr.，“Enron Traders on Grandma Millie”.

胖男孩交易涉及以下例子，安然将自己能提供的供应给了加利福尼亚州，但又想避免在 PX 市场中低价中标，这在当时确实是一个问题。为将需求从 PX 市场转移到 CISOC 市场，安然公司在 CISOC 市场上进行调度安排，使其能够获得更有利的实时价格。安然公司也收到了缓解补偿金。这些补偿是针对能源卖家支付的，他们计划通过拥挤的路线传输电力，但为了减轻拥堵同意重新在那些未堵塞的路线上进行规划。安然公司通过负荷转移的方式获得了这种补偿支付。这涉及在州内部分地区夸大负载，在另一些地区低估负载。因此，安然公司收到支付后，缓解了那些仅仅是为了接受补偿支付而故意造成的拥堵。

通过在与拥挤方向相反的线路上调度电力，宣称是缓解拥堵，安然交易商使用死亡之星交易获得了拥堵补偿支付。之后，安然通过使用 CISOC 管辖以外的线路将电力输送回原处，这事实上当然没有减轻拥堵。这种交易的另一种形式被称为车轮（Wheel Out），涉及将电力调度到没有电容的接合点。因为软件的缺陷，CISOC 接受了该电力，该缺陷 CISOC 当时非常清楚。当电力的运输被切断回传时，安然公司会因这种规划收到缓解拥堵补贴支付，即便在任何时候安然公司都不能通过该条线路送电。安然的超量安排也导致了预期的电力短缺，造成价格大幅上涨。

安然参与到一系列变形交易中来，这些交易的绰号包括响尾蛇、俄罗斯轮盘、乒乓球、驴和传播。这些交易带来的问题是“游戏”市场是否合法。套利通过减少供给或需求来寻找市场低效率并对其进行纠正来使市场平衡。经济学家给出了一些支持，认为安然公司的交易只是利用了有缺陷的市场结构，是恰当的经济行为，它们的行为是在寻求在使市场更有效率中什么交易者是最好的，什么能使它们更有价值[①]。在发现市场缺陷中对交易者能做的事情是有限制的。正如一位安然官员就加利福尼亚州市场所言：“这是不对的：一些傻瓜将他们的钥匙丢在了捷豹里并不是给了你去盗窃的权利。[②]”

安然不是第一家“游戏”能源市场的公司。马克·里奇（Marc Rich）和

① DeCesaris et al. “Energy Trading Strategies in California: Pro - Competitive or Market Manipulation?”

② Mimi Swartz with Sherron Watkins, *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron*, p. 264.

他的公司在1984年就被鲁道夫·朱利亚尼（Rudolph Giuliani）指控犯有这种行为，后来朱利亚尼担任了美国纽约州的律师。该起诉书指控里奇的公司通过一系列“雏菊链”交易，人为地从德克萨斯州将“旧”油转化成能够以市价出售的“新”油，“旧”油受到吉米·卡特（Jimmy Carter）每桶6美元的价格控制，“新”油市价每桶超过30美元。这使得里奇能够获得巨大的利润，之后他通过一系列其他交易隐瞒和逃避缴税。显然，这种对价格控制的逃避在休斯顿石油贸易商中是一种常见做法，涉及数亿桶石油。里奇和他的合伙人平卡斯·格林（Pincus Green），在里奇的文件在机场被美国联邦当局拦截后逃往了瑞士。马克·里奇的两家公司承认刑事指控并支付了1.5亿美元的罚款。里奇在2001年被比尔·克林顿总统赦免之前一直是逃犯。后来证明，马克·里奇的妻子曾给过克林顿总统大额的政治捐款。

犯罪调查

各类安然交易员被指控“游戏”加利福尼亚州市场。安然公司在加利福尼亚州短期能源交易柜台的负责人杰弗里·里奇特（Jeffrey Richter）承认了对他的犯罪指控，他就安然在加利福尼亚州的交易和参与不当的负荷转移及抓住胖子的交易向联邦调查局的代表作出了虚假陈述。安然公司在俄勒冈州波特兰市的交易业务负责人蒂莫西·贝尔登（Timothy Belden）承认对这种交易行为的刑事指控。2000年，他的交易柜台一个月就赚了超过2.5亿美元，全年利润超过4.6亿美元。贝尔登因为交易成功收到了超过500万美元的奖金。另一个安然交易员约翰·福尼（John Forney）被指控在参与跳弹和死亡之星交易中犯有十一项罪状，他承认了指控中的其中一个罪名。安然公司在后来同意支付4 750万美元的现金解决加利福尼亚州和其他西部州就能源危机期间交易的索赔。美国其他州也收到共计约15亿美元的破产索赔，但实际上这些索赔的价值并不确定。

FERC的工作人员调查得出结论，供需不平衡造成了加利福尼亚州的危机。他们发现加利福尼亚州的放松管制结构存在“严重缺陷”，并成为加利福尼亚州市场出现不合理短期费率的重要原因。该市场设计在加利福尼亚州创

造了一个“功能失调”的电力和天然气市场。FERC 发布了两个陈述理由，令指控某些公司“游戏”市场和异常的市场行为违反了 FERC 宣称权威的 PX 和 ISO 关税政策及市场信息监测协议（Market Monitoring Information Protocol）。

瑞莱特能源同意向加利福尼亚州的消费者支付总共 1 380 万美元来解决 FERC 的诉讼，该诉讼指控瑞莱特从加利福尼亚州暂停供应两天以减轻现有远期仓位的损失[①]。瑞莱特及其四名雇主被控在加利福尼亚州犯有上述不当行为。另一名瑞莱特交易商被控帮助 BP 能源的交易员利用彭博电子交易平台“看似”在帕洛弗迪（Palo Verde）操纵电价，目的是帮助 BP 能源进行盯市的会计处理。BP 能源与 FERC 签订了和解协议，该公司同意捐赠 300 万美元用于针对加利福尼亚州和亚利桑那州低收入家庭的能源援助计划。FERC 进一步指控瑞莱特参与了“频密交易”，通过快进快出交易大大提高整个加利福尼亚州的天然气价格。“频密交易”是证券和商品期货行业中的术语，用来描述控制账户的经纪人过度交易客户的账户。这个术语不太适合瑞莱特交易员的所作所为。快进快出交易在商品市场很普遍，在这些市场中，“黄牛”参与交易以快速获利或控制损失，套期保值者快速交易以对冲不断变化的合约。

在 FERC 最大的和解中，瑞莱特同意支付高达 5 000 万美元来解决那些指控，指控指向其经济和物质方面的捂盘和其他行为。从和解中不太清楚瑞莱特做错了什么值得被这样对待。政府对于捂盘的指控很奇怪，因为公司不能决定何时将产品推向市场。事实上，诉讼使经济时钟回到了中世纪，当时禁止从市场上囤积粮食，否则会被判“垄断”或“囤积”罪。为提高价格，亨利八世在 16 世纪公开要求禁止从市场上扣留食物。这些文件后来由星法院（Star Chamber）执行。1844 年，议会在认识到市场调节比政府干预更好后，放开了这种限制。在美国的殖民地早些时候也有类似的要求，但那些建议并没有铺开，至少在安然事件前没有。FERC 行政法官充分地复活了这种中世纪罪行，他裁定塞莫拉能源公司（Sempra Energy）在加利福尼亚州能源危机期间，通过不储存足够油气的方式和将本可以投入到市场上的油气捂售的方式

① 作者曾担任瑞莱特（Reliant）公司及其交易相关方面的专家顾问。

操纵南加利福尼亚州的天然气市场。

在FERC的另一个诉讼中，杜克能源同意支付250万美元来和解，诉讼指控在2000年和2001年的危机期间，该公司从经济上和物质上限制对加利福尼亚州的供给，以及掩盖不当交易。在接受和解时，FERC看似基本上免除了对杜克能源的这些指控。另一个与杜克能源的和解涉及"游戏"加利福尼亚州ISO市场。一份加利福尼亚公共事业委员会（California Public Utilities Commission）的调查结论显示，在加利福尼亚州能源危机期间，杜克能源、戴纳基公司、迈朗公司（Mirant）、瑞莱特公司（Reliant）和AES/威廉姆斯公司限制了加利福尼亚州电厂的电力生产。FERC的调查在一定程度上不同意这些结论。

轧平交易

在休斯敦能源交易运营中增加了更多丑闻的是"轧平"交易（"round-trip" trades），或他们有时叫的"布雷格瓦特"（"bragawatts"）。上述交易是指在对冲交易中由相同的买者和卖者对自己进行交易，以提高交易量或为实际合同设定价格。这成为了天然气行业的惯常做法。除了安然之外，还有埃尔帕索商业能源公司、WD能源服务公司、威廉姆斯能源营销和贸易公司、恩瑟克（Enserco）能源公司、CMS能源公司、戴纳基公司、卓越能源公司（Excel）、安奎拉公司（Aquila）和瑞莱特资源公司参与到此类业务中来。

参与轧平交易的杜克能源，陈述其账上的11亿美元轧平交易是用来确认"实时价格"。三名杜克能源的雇员，蒂莫西·克莱默（Timothy Kramer）、托德·瑞德（Todd Reid）、布瑞恩·拉威尔（Brian Lavielle），被指控从事名叫"袖子"的轧平交易，以多获得700万美元的奖金。SEC要求杜克能源停止并禁止不当行为。杜克能源贸易和营销有限公司由于向交易所公告虚假报告，歪曲天然气指数以利于其交易头寸，而同意向商品期货交易委员会（CFTC）支付2 800万美元的民事罚金。杜克能源聘请了一位新的董事长兼首席执行官。公司也从2003年第四季度的收入中提取了33亿美元的费用，用于在后安然时代重组贸易、国际和商业业务。

其他公司也承认，轧平交易只是用来增加交易量，以便说服其他交易者，轧平交易者是市场上的大玩家。在这种情况下，交易基本上是无害的，因为行业参与者都很清楚这种做法，但是 CFTC 不这么想。《商品期货现代化法案》（CFMA）2000 年放松了对大量衍生品交易的管制，特别是那些机构参与的交易。作为一个大型衍生品交易公司，安然公司的失败导致了对衍生品交易重新进行监管的呼吁。为了先发制人阻断批评，CFTC 决定对剩余的监管权力采取扩张性的运用。CFTC 指控这些轧平交易构成了对商品市场的操纵，即使是不受管制的商品交易。CFTC 指控相关公司向各种行业出版物提供了虚假报告，如《FERC 内部天然气市场报告》。CFTC 从数个能源公司的和解中收到了超过 3 亿美元的民事罚金，对方既不承认也不否认那些指控，对于放松管制的时代而言，这已相当之多了。

被指控的公司包括威廉姆斯能源营销和贸易公司（Williams Energy Marketing and Trading），它同意向 CFTC 支付 2 000 万美元的民事罚款以解决虚假报告价格信息和企图操纵的指控。WD 能源服务公司（WD Energy Services）同意以相同数额的罚金解决类似的指控；CMS 能源集团（CMS Energy Group）支付了 1 600 万美元；伊普莱姆（E－prime Inc.）公司支付了 1 600 万美元；荷兰皇家壳牌集团（Royal Dutch/Shell Group）的子公司——珊瑚能源公司（Coral Energy）支付了 3 000 万美元来和解；瑞莱特能源服务公司向 CFTC 支付了 1 800 万美元，用于解决对其试图通过虚假交易报告和不当交易行为操纵市场的指控；恩瑟克能源公司和科赫能源贸易有限公司（Energy－Koch Trading LP）分别支付了 300 万美元作为民事罚款；安奎拉公司和 X 赛尔能源公司（Xcel Energy Inc.）分别支付了 2 650 万美元和 1 600 万美元，以解决 CFTC 对其虚假报告和企图操纵的指控；ONEOK 能源营销公司和贸易公司（OEMT）各自同意支付 300 万美元来和解；卡尔派恩能源服务有限公司（Calpine Energy Services LP）支付了 150 万美元，用于解决在能源市场上虚假报告的指控；另一家和解的能源公司是美国迈朗能源营销有限公司（Mirant America's Energy Marketing LP）。

CFTC 指控十五名天然气贸易员提供虚假报告并操纵市场。戴纳基的交易

员米歇尔·瓦伦西亚（Michelle Valencia）被提起刑事诉讼，指控其参与轧平交易违反了《商品交易法案》（Commodity Exchange Act）。联邦法院最初驳回这些指控，认为它们超越了《宪法》，但法官之后态度反转，允许案件在有限的基础上进行审理。在安然公司的躁狂中，一个上诉法院进一步地认为该法令在各方面都是符合宪法的。该案件在被上诉的同时，另一项起诉又被提起，指控瓦伦西亚和来自埃尔帕索能源公司、戴纳基公司和瑞莱特能源公司的其他四名交易员向交易公开出版物提供虚假数据。此外，埃尔帕索公司的另外两名交易员唐纳德·吉博（Donald Guilbault）和威廉·汉姆（William Ham），被控有类似的罪名，在威廉姆斯公司的交易员承认了这些指控。戴纳基公司和瑞莱特公司因通过轧平交易虚增收入而面临指控。

安然公司逃离不了CFTC的围捕。安然公司及其一名交易员亨特·夏夫利（Hunter Shively）被该机构指控进行了操纵计划，该计划通过安然在线在很短的时间内购买了大量天然气。安然公司和夏夫利同意向参与此项工作的其他交易者的任何损失进行支付。虽然CFMA放松了对电子交易平台，尤其是安然在线的管制，但CFTC仍声称这是一个非法的期货交易所，本应该到CFTC进行注册，安然在线的交易价格已经影响到了纽约商品交易所的天然气远期合约价格。安然同意支付3 500万美元来解决指控，显然这些钱来自安然债权人的口袋。夏夫利同意支付30万美元来解决针对他本人的指控。

埃尔帕索公司受到安然公司丑闻和能源贸易业务崩溃的沉重打击。一名FERC行政法法官发现，埃尔帕索公司在能源危机期间扣留了向加利福尼亚州的天然气供应。令人惊讶的是，埃尔帕索公司同意支付17亿美元来解决FERC及加利福尼亚州监管机构的指控，他们控诉该公司在2000年和2001年操纵加利福尼亚州电力市场。埃尔帕索公司还同意在亚利桑那州投资600万美元用于解决关于在该州操纵能源价格的指控。这种和解方式已成为各州从大公司敲诈资金的一种普遍方式。在此问题之外，埃尔帕索公司还同意支付2 000万美元用于解决CFTC的交易问题。2001年，埃尔帕索公司的交易业务获得了7.5亿美元的利润，约占公司税前收入的1/3。2002年第二季度，埃尔帕索公司的交易业务损失了1.5亿美元。

埃尔帕索公司在通过光纤网络进入宽带市场方面损失了数10亿美元。埃尔帕索公司、杜克能源公司、瑞莱特公司及其他公司共同组成了州际交易所，这是创建以来与安然公司进行竞争的一个在线交易平台。该平台被用来进行轧平交易，但埃尔帕索公司拒绝参与任何此类交易。尽管如此，四名埃尔帕索公司的交易员就向《FERC内部天然气市场报告》提交关于埃尔帕索公司天然气贸易的虚假信息而承认有罪。集体诉讼也认为埃尔帕索公司不当地使用了SPE来操纵其账户。在所有这些被揭露后，埃尔帕索公司的股价下跌了90%。该公司开始放弃交易业务并解雇了175名员工。埃尔帕索公司的长期董事长兼首席执行官威廉·威斯（William A. Wise）辞职，但他被允许保留超过1 000万美元的激励酬劳和和76.8万股股票期权，这些是2001年因为公司盈利超过9 300万美元而授予他的。但该公司实际上在那一年亏损4.47亿美元。埃尔帕索公司之后开始大规模地出售其在国外的业务，以减少债务负担。更多的坏消息发生在2004年3月，埃尔帕索公司宣布它将自己拥有的探明天然气储量夸大了34%，要求减记资产超过10亿美元并重新出具之前五年的会计报表。

第二部分
充分披露和会计人员

第4章
充分披露

第1节　充分披露的背景

披露历史

最高法院大法官奥利弗·温德尔·霍姆斯（Oliver Wendell Holmes）在他的著作中写到一个观点“历史的篇章充满逻辑[①]”。这肯定是正确的，尤其是在安然公司倒闭后出现的关于公司治理的讨论中。这场辩论的核心是关于充分披露的概念。充分披露是建立在一个理论上，如果管理层被迫披露关于公司的所有“实质性”信息，投资者将会作出更加明智的投资决策。充分披露也被认为是一种阻止不良行为的管理，因为如果管理者参与到类似活动中，披露将会使他们很尴尬。这些理论在2000年市场繁荣后发生的安然和其他会计失败案例中被证明是错误的。

充分披露是20世纪30年代联邦证券法的产物，该法颁布于1929年股市崩溃和大萧条期间。那些法令中的披露要求模仿《1844年联合股票公司法案》（*Joint Stock Companies Act of* 1844），该法案经联合股票公司选择委员会调

---

① *New York Trust Company v. Eisner*, 256 U. S. 345, 349 (1921).

查三年后在英国颁布。在东部铁路公司（Eastern Counties Railway Co.）股东审计后发现公司的主要负责人，又称“铁路之王”乔治·哈德逊（George Hudson）将超过20万英镑的成本按资本处理并且夸大利润达到惊人的43.8万美元，威廉·格莱斯顿指导成立了选择委员会，格莱斯顿是未来的首相，之后他成为了交易委员会主席。《1844年联合股票公司法案》要求公司在股东周年大会时向投资者提供招股说明书并发布资产负债表。要求公布资产负债表旨在向股东保证公司有债务偿还能力而且股息并没有稀释资本。这项立法还包含了对审计师的规定，但他们并不需要是会计师。

这项立法没有阻止滥用在英国发生。预计泰科国际有限公司（Tyco International Ltd.）的丑闻持续近150年，德勒的审计发现，利奥波德·雷德帕特（Leopold Redpath）1857年从大北方铁路公司（the Great Northern Railway Company）盗窃了15万英镑。雷德帕特是铁路员工，他使用这些钱来维持豪华的生活，拥有一套华丽的乡间住宅和用昂贵艺术品装饰的伦敦豪宅。类似于现代企业中的海盗，雷德帕特以慈善而闻名，他慷慨捐助基督教医院和圣安妮的社团。在质疑雷德帕特如何以年薪300英镑来维持这种生活方式后，他的盗窃行为被发现。雷德帕特试图逃避逮捕，但后来被捕并被送到澳大利亚。

《1856年英国联合股份公司法案》放弃了对资产负债表的要求，但在1862年通过的公司法案包含了资产负债表和损益表的模板。虽然发布这些财务报告并非强制性的，但这些表格鼓励将其作为默认要求来代替公司章程中的其他规定。《1856年联合股份公司法案》进一步规定，在20%的股东要求时，需由贸易委员会任命的检查员进行审计。公司被授权进行自我审计，审计师对资产负债表是否提供了关于公司“真实和正确的看法”需发表意见。《1862年公司法案》还要求进行年度审计。《1879年公司法案》是为了应对格拉斯哥城市银行的倒闭而颁布的，它要求对有限责任公司进行年度审计。1900年，根据《1879年公司法案》注册的所有公司都必须向股东提供年度资产负债表，并经由非公司高级管理人员或董事审计。《1907年公司法案》要求所有上市公司公布年度经审计的资产负债表。《1929年公司法案》还要求向股东提供年度损益表，但不需要对该报表进行审计。

美国采用英国公司法案中的披露方法很缓慢。20世纪初，美国大多数公司没有兴趣向公众或股东披露其财务状况。铁路公司有为资产负债表保密的传统。1887年至1890年，纽约中央铁路公司（the New York Central Railroad）未能向股东提供年度财务报告。标准石油公司（The Standard Oil Company）拒绝独立审计，理由是其业务太复杂，审计师无法理解。西屋电气（Westinghouse Electric）和Mfg公司（Mfg. Co.）没有提供财务报告，也没有在1897年至1905年举行股东会议。私人分类账不论公司大小都很规范。20世纪20年代，福特汽车公司使用年末银行对账单作为对股东提供的财务报表，这体现了企业对正式财务报表的重视。当时，该公司的资产已超过5.36亿美元。

即使财务报告是给股东的，提供的信息也很隐晦，隐瞒的也比实际披露的更多，但对审计保密和厌恶并不普遍。一些铁路公司提供定期的财务报表，上面有关于管理层如何成功运营的讨论，但此类报表大多未经审计。摩根大通（J. P. Morgan&Co.）使用一家会计师事务所来检查在1897年被该投资银行家合并的公司账簿和记录。1899年美国贝尔电话公司的重组成为了审计对象，这众所周知。后来命名为固特异公司的美国橡胶公司，在1893年开始发布年度资产负债表。通用电气公司在该年度也发布了经审计的财务报表。1909年，通用汽车公布了年度财务报告，显示资产有1 800万美元。

一些州的法规要求公开披露财务报表，但是这些要求通常限于特定行业，如银行、信托公司和保险公司。纽约的公司法规要求公司编制年度报告，并说明已付资本和未偿债务。伪造公司记录的人员要被处以罚款；该法规将用于起诉泰科公司的高管。在任何时候这些披露大多都是敷衍。纽约证券交易所（NYSE）从1853年开始在公司交易中寻求公司的财务信息，但没有成功。当NYSE要求提供财务信息时，一个大型铁路公司回应它从来“不做报告”和“不发布任何报告”。1877年，《纽约时报》针对投机者发表了社论，并建议公司董事接受“有效和独立的检查、核算以使得……‘篡改’账户无法实现[1]”。从1877年开始，纽约证券交易所要求新上市公司提交财务报表，但不

① “Another Wall Street Lesson,” *New York Times*, April 14, 1977.

需要审计。直到1910年，纽约证券交易所的“非上市”特权才扩展到那些公司，它们不想进行哪怕是未经审计的披露。美国炼糖公司就是这样一家公司，它甚至拒绝回答普查问卷。当一些国会议员被发现炒作该公司股票以此作为糖关税的筹码时，公司被卷入了丑闻。

国会组建的行业委员会1898年发布了一份报告倡导大型企业使用独立会计师并公开经审计的年度会计报表。由十名国会议员和九名行业代表组成的行业委员会，认为年度财务报告会阻止股价操纵，这对于股票市场来说是一个普遍问题。这些建议并没有执行。1903年，国会在西奥多·罗斯福（Theodore Roosevelt's）执政期间设立了公司管理局（Bureau of Corporations），对大公司的监管开始出现。前总统的儿子詹姆斯·加菲尔德（James R. Garfield）被授予公司专员的头衔来领导该局。他被授权有权调查和传讯任何从事州际贸易的公司，并收集和提供有关其业务的信息。

公司管理局的工作应该会对大型会计师事务所的审计效率敲响警钟。1902年，美国钢铁公司聘请了普赖斯—沃特豪斯会计师事务所（Price，Waterhouse & Co.）对提供给股东的报告进行审计和认证。公司甚至要求股东批准同意审计师人选。在调查了美国钢铁公司账务后，公司管理局声称大约一半的资本价值因资产通胀而被高估，但该局没有采取行动。某种意义上公司管理局是一只无牙老虎，它从未从政治捐献的丑闻中恢复过来，该丑闻是关于大公司向西奥多·罗斯福总统竞选进行政治捐款以避免管理局对自己进行调查。

虽然他的公司管理局是一次失败，但这代表了那个时代的进步，并找到了西奥多·罗斯福这个倡导者。他通过《反托拉斯法》打破了大公司的垄断，被称为“反托拉斯官员”。罗斯福要求建立一个联邦证券委员会，虽然并未成功，他的继任者伍德罗·威尔逊（Woodrow Wilson）也是如此。这个任务不得不等待罗斯福的亲信者来完成。

1907年恐慌

1907年恐慌期间有超过2 000家公司倒闭，这推动了更多联邦法规的实

施。纽约州州长查尔斯・休斯（Charles E. Hughes）任命了一个委员会调查恐慌原因。该委员会的报告批评了股市投机，特别是纽约证券交易所。委员会建议纽约证券交易所要求上市公司公布财务报告。建议公布的财务报告包括资产负债表和利润表。委员会敦促纽约证券交易所取消其非上市交易部门，该部门为信息很少或者没有财务信息的公司提供交易。委员会的建议在很大程度上被忽略了，但纽约证券交易所确实取消了其未上市部门。

联邦行动

由温格・普若（Arsene Pujo）主持的众议院银行委员会 1912 年对华尔街进行了调查，以确定是否有一个控制美国经济的"货币信托"。普若委员会发表了耸人听闻的头条新闻，发现对许多大公司的控制被集中在几个集团，包括摩根大通、第一国家银行和国家城市银行的融资持有人。这种控制是通过联合董事会实现的。

普若委员会揭露了在纽约证券交易所使用的"洗售（虚假交易）"，大量投机和股价操纵，它们在 20 世纪 90 年代后也以相同的方式在安然公司丑闻中发生。普若委员会还发现，公司的管理人员们使用公司的内部信息从事"丑闻"交易以谋取个人利益。委员会想让联邦委员会监管规范股市，敦促纽约证券交易所要求上市公司公开发布资产负债表和损益表。尽管有这些启示和建议，国会并没有选择对证券市场进行监管。相反。它通过了《克莱顿反垄断法》（Clayton Antitrust Act），并创设了联邦交易委员会，作为停止非竞争性做法和滥用互兼董事的一种手段。公司管理局随后被并入联邦交易委员会。

1914 年，伍德罗・威尔逊（Woodrow Wilson）总统敦促国会让联邦交易委员会要求大公司提交统一的财务报表。这个努力失败了。下一个监管证券交易的努力发生在第一次世界大战期间，当时财政部和联邦储备委员会（Fed）组成了一个资本问题委员会（CIC），对超过 10 万美元的证券发行进行审查，以确保它们与战争的努力相容。在英国政府创立类似委员会之后，CIC 基本上成为防止投机企业利用资本市场的方式。证券发行除非获得批准，

否则是不能进行的。在结束其运作之前，CIC 向国会报告说，市场运作者正在剥削不成熟的投资者个人。CIC 认为，国家现有法律不足以处理这些问题。为了回应这些关注，威尔逊总统向国会提出了要进行立法来阻止这种侵权行为。但国会并没有回应总统的关切。

蓝天法

一些州建立了监管委员会来监督公司，而其他一些州则将这一职责交给州务卿。1903 年，康涅狄格州要求公司和石油公司向其州务卿提交证书，说明他们的财务状况及钻探或采矿活动。7 年后，罗德岛州要求州外证券发行人向其州务卿提交财务报告。堪萨斯州在 1911 年制定了第一个“蓝天”法案，这个短语用来形容股票的发行人除了“蓝天”之外什么都没有促进。堪萨斯州要求在该州出售证券的公司就业务信息向银行专员进行注册和披露。股票经纪业务必须进行注册。堪萨斯立法成为其他州的典范。1910 年至 1933 年，除了内华达州之外，其他所有州都采用了蓝天法。

蓝天法没有要求定期披露财务报告。此外，颁布法规的州的管辖权没有超出其边界，没有人想到总检察长的狼群概念在 20 世纪末变得如此受欢迎。由于这些限制，蓝天法被证明在管控公司行为方面是没什么效果的。

纽约市的《马丁法案》以纽约市议员弗朗西斯·马丁（Francis J. Martin）的名字命名，旨在抑制第一次世界大战后发生的证券欺诈丑闻。该法案于 1921 年被纽约市采纳，但直到 1923 年才获得经费支持。《马丁法案》授权纽约总检察长调查和寻求对欺诈性证券交易和操纵活动作出禁令。《马丁法案》是一个基础广泛的反欺诈法规，而不是一个信息披露手段。

1929 年股市冲击

20 世纪 20 年代被普遍描述为一个过剩的时代，但历史学家发现“没有证据显示国家存在过度消费或放纵”①。相反，人们认为技术变革和经济繁荣创

① Allan H. Meltzer, *A History of the Federal Reserve*, p. 464.

造了一个“新经济”[1]，这种话在20世纪90年代再次听到。20世纪20年代被描述为一个繁荣的时代，与90年代的大部分时间相类似，但事实并不是那样。1920年5月至1921年6月，商品价格下跌了50%以上。在经济衰退期间，失业率从4%上升到12%。另一次衰退发生在1923年至1924年，1926年还发生了稍温和的一次。直到1927年，股市才开始了历史性的反弹。普通股价格在当年上涨了37.5%，在1928年又增长了43.6%，在1929年第一季度又额外增长了10%。股票价格的上涨吸引了很多公众进入股票市场。

1928年至1929年，股票价格的上涨，与20世纪90年代一样令人印象深刻。“自从1928年3月股市出现轻微波动，通用电气的股价从129美元跳涨到396美元；其竞争对手西屋公司的股价从92美元上涨到313美元；RCA公司股价从93美元涨到505美元；联合碳化物公司股价从145美元涨到414美元。”[2] 通用汽车的股价从8美元升至91美元；AT&T股价从69美元升至310美元；美国钢铁股价从21美元升到261美元。不成熟的投资者抱着不现实的回报和巨大财富的期望，被吸引进入市场。销售国内外毫无价值的证券行为相当普遍。交易者组成群体来操纵股票价格。

繁荣以1929年10月股市的历史性崩盘结束。当纽约证券交易所股票价值从900亿美元下降到160亿美元时，数千名投机者被毁。仅10月就有500亿美元的价值损失——这超过了美国在第一次世界大战中的花费。道琼斯工业平均指数从1929年9月3日381.17点的高点下跌至1932年7月8日的41点。债券市场也受到了严重冲击。

富兰克林·罗斯福

1929年股市崩盘之后，20世纪30年代发生了大萧条。整个国家几乎都被摧毁。1929年至1933年，国民收入下降了50%以上。失业率从1929年的3.2%上升到1933年的24.9%，伴随这些问题的是资产巨大的通缩。批发价格指数下降了1/3，商品价格下跌了60%以上，这给农民带来了前所未有的

---

① Allan H. Meltzer, *A History of the Federal Reserve*, p. 253.

② Conrad Black, *Franklin Delano Roosevelt: Champion of Freedom*, p. 199.

困难。1930年至1933年，成千上万的银行倒闭，银行数量减少了三分之一。一家银行用后来被安然公司仿效的会计欺诈手段来临时解决问题。联合信托公司（The Union Trust Co.）在与国家城市银行和银行家信托公司之间的合作中使用了“回购协议”，即以高价向这些实体出售可疑贷款，然后同意在会计期结束后以更高的价格回购贷款，这样就使得银行受保护免于损失，并能得到对资金使用的补偿。

纽约市市长富兰克林·罗斯福利用这场经济灾难，指责金融家在大萧条中的负面作用并攻击华尔街，从而为他自己赢得了总统选举的胜利。这些指控有一些愤世嫉俗。20世纪20年代，罗斯福一直是一些可疑企业的投机者，投机项目包括油井、咖啡替代品、龙虾市场计划、在纽约和芝加哥之间开展飞机旅行、分发预先湿润的邮票的机器。罗斯福还是一家能制造会说话的自动售货机公司的董事会成员。当客户拉动杠杆获得商品时，机器会说“谢谢”。不幸的是，该种机器并没有运行得很好，该公司股票价格从18美元下降到12美分。公司对收益进行了“过高估计”，以便出售自己持有的股票①。在罗斯福自己是投机者的时候，他也常常谴责政府对经济的干预。

更为讽刺的是，罗斯福攻击了赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）总统，指责他允许股票交易者胡作非为，但作为纽约州长的罗斯福拒绝了胡佛要求其对股票市场进行监管的要求，纽约是投机交易的中心。事实上，自从《马丁法案》在他的州长任职期间生效，罗斯福是美国唯一有权在崩溃前攻击华尔街侵权行为的人。然而，直到21世纪，一个雄心勃勃的纽约检察长艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）从罗斯福创设的证券交易委员会（SEC）中使用该非常法规控制证券监管，这部法规才触及华尔街的许多侵权行为。

罗斯福改变了他的总统竞选的策略，开始对华尔街的金融家进行有力攻击。那个平台已不是原来的那个平台。他模仿了表弟西奥多（Theodore）的职业生涯，他俩曾分别被任命为海军助理秘书和纽约市长。富兰克林试图从各方面模仿泰迪（Teddy）甚至是用鼻子夹眼镜的动作。西奥多有公平交易，富

---

① Conrad Black, *Franklin Delano Roosevelt: Champion of Freedom*, p. 152.

兰克林有新政，新政将给穷人“在国家财富分配中以公平份额”。西奥多·罗斯福还利用对金融家的攻击来显示他的民粹主义形象，虽然据说他的攻击带来了股市的士气低落并造成了1907年的恐慌。泰迪攻击了“纯粹财富的专制”和“巨额财富的罪人”。

富兰克林仿照了西奥多对金融家富人的攻击，尽管那时候的富兰克林一直依赖于家庭财富，处处获得奢侈和特权并使他自己成为百万富翁，对此存在很多批评之声。这种家族财富是通过经常的投机性商业活动获得的，也包括在中国的鸦片贸易。然而，富兰克林·罗斯福发动了阶级战争，让穷人与富人和商业对立起来，他声称支持那些“被遗忘在经济金字塔底部的人”。[①] 当然，罗斯福是在借鉴美国政治中的一个主题，即“该国正在重复杰克逊与美国银行的斗争，只是规模更大而已”。[②]

富兰克林·罗斯福对华尔街的金融家进行抨击，声称“贪得无厌的货币交易商在舆论的法庭上被起诉，被人的心灵和精神所拒绝”。“货币交易商已背离了文明庙宇的高座。我们现在可以将那座庙宇恢复到古老的真理。”罗斯福总统在其就职演说中指出，相对于“大公司控制美国政治机构的威胁”和“有组织的贪婪和狡猾”，来自国外的危险“微不足道”。[③]

这个民粹主义平台从经济萎靡中遭受痛苦的人群中发现了乐于接受的听众，这群人并不理解经济的萎靡，平台也发现赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）总统并不能修复。罗斯福根据《敌对贸易法》（*Trading with the Enemy Act*）宣布国家银行“休假”，其余银行关闭，直到在政府有能力支持和保证偿付能力才开始重新启动营业。国会采用的联邦存款保险公司（FDIC）的保险停止银行运营，但这造成了道德风险，因为银行存款人不再监视银行的偿付能力。在20世纪80年代储贷危机期间，制定针对这种危险法案的努力付诸东流，但耗费了政府和纳税人数十亿美元的成本。此外，一项研究发现，1945年至

---

① H. Paul Jeffers, *Diamond Jim Brady: Prince of the Gilded Age*, p. 96.

② Black, *Franklin Delano Roosevelt*, p. 309.

③ Jerry W. Markham, *A Financial History of the United States: From J. P. Morgan to the Institutional Investor* (1900 - 1970), p. 177.

1994 年，FDIC 并没有降低银行的失败成本，实际上可能还增加了与失败有关的成本。

罗斯福采取了其他措施来确保经济复苏，包括使用特殊目的载体来操纵账户和规避法律要求的先例。为使货币升值，罗斯福通过将价格人为提高再让政府以高价采购来提高黄金价格。助理财政部长艾奇逊（Acheson）对这些购买的合法性和这项政策的正式性提出质疑。罗斯福之后去了律师工作室，在农场信用管理局（Farm Credit Administration）找到支持他法案的人，但这仍然需要一些创造性的会计计量方法。重建金融公司（RFC）被要求作为一个特殊目的载体来购买黄金，购买价格由总统在卧室用早餐时召开的晨会确定。RFC 从财政部那里获得资金，将购得的黄金作为抵押物，因为财政部并不能自己进行操作。这种洗钱行动对于艾奇逊来说太过分了，他离开了政府，后来为罗斯福的继任者哈里・杜鲁门（Harry Truman）担任过国务卿。

为充分披露奠定基础

1914 年，最高法院法官路易斯・布兰迪斯（Louis Brandeis）出版了一本名为《别人的钱和银行家如何使用它》的书，在书中他认为，公开财务信息会阻止不当行为的发生，因为“阳光被认为是最好的消毒剂，电灯是最有效的警察”[①]。这是现在《联邦证券法》中完全披露制度的起源，但布兰迪斯进一步限制大公司的规模，他开始成为寻找“货币信托”的巫师，一直持续到今天。

在 1932 年出版的《现代公司和私人财产》（*The Modern Corporation and Private Property*）一书中，阿道夫・伯利（Adolf Berle）和加德纳・米恩斯（Gardiner Means）加入了布拉迪斯对大型公司的批评。伯利和米恩斯指出，大公司已经“成为财产保有权的方法和组织经济生活的手段。可以说已发展成了巨大比例，演变了一个‘公司系统’——因为曾经有一个封建制度——它被自己的特点和力量所吸引，并已十分突出被作为一个主要的社会机构来

① Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, p. 4.

对待。伯利和米恩斯预测公司将会“增长到超出想象”。[1]

伯利和米恩斯认为公司的权力是“信任的权力”，大公司实际上是公众机构，应该由政府监管，以确保他们会为了社会利益而运作。伯利和米恩斯坚称：

> 所有权与控制权的分离产生了一种情况，即所有者和最终管理人的利益可能且经常会发生分歧，同时之前限制权力使用的许多检查都消失了。规模本身就会给予巨型公司一定的社会意义，而这些不会出现在较小的私营企业单位中。通过对证券市场开放使用，这些公司对投资大众承担了义务，将其从穿着少数规则外衣的合法方法转变为至少名义上是服务于投资者的机构，这些投资者在企业中投入了资金。对于业主、工人、消费者和国家的新责任都依赖于那些受控者。在创设这些新的关系时，对准公共公司来说是一场革命。它破坏了我们通常所称的财产统一性——将所有权分为名义所有权和之前附加于其上的权力。从而公司改变了盈利企业的性质。[2]

时间就是一切。伯利和米恩斯的书出版了，因为关于通过联邦法律对公共公司实施监管是否存在需求的辩论正在增加。他们的书对公司治理辩论和政府监管的影响是巨大的，导致胡佛研究所将这本书描述为在20世纪出版的最有影响力的书之一。《时代杂志》称之为“罗斯福政府的经济圣经”。然而，在第二次世界大战结束时，企业活动观察家们认为对大企业的批评已经过时了。彼得·德鲁克（Peter Drucker）《公司的概念》（*Concept of the Corporation*）一书出版于1946年，他认为“大企业是现代工业社会的一般条件……甚至提出大企业是否可取的问题也只不过是感伤的怀旧。所有现代社会的核心问题不在于我们是否想要大企业，而是我们想要的是什么，以及它所服务的大企业和社会组织是否能最好地实现我们的愿望和需求。”[3] 这些问题在21世纪都将主导关于公司治理的辩论。

---

① Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, p. 3.

② Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, p. 7.

③ Peter Drucker, *Concept of the Corporation*, p. 5.

阿道夫·伯利注意到存在一个“更新和更暴力的讨论，通过日报、杂志和财务史‘处理’公司账户；他们是否应该被公开以及公开到什么程度；如果没有，如何要求他们公开”。[1] 这是颁布《联邦证券法》的序言。伯利是一个天才，他十四岁进入哈佛学院并成为了哈佛法学院最年轻的毕业生。约旦·施瓦茨（Jordan Schwarz）的伯利传记被命名为自由，但他的一些观点相当激进。其中，值得注意的是他的建议，他建议每个人都应该研究苏联体系，该体系作为“我们自己的资本主义体系的伟大替代品”，并且是“像我们自己的一样，是一个不受控制的体系，从长远来说将走向一场灾难”。[2] 然而，其他公司的批评甚至更进一步。在20世纪30年代，E. 梅里克·多德（E. Merrick Dodd）教授通过《哈佛法律评论》（*Harvard Law Review*）与伯利来回辩论关于大公司的公司治理问题。多德认为大公司不属于股东或管理层。相反，他认为公司权力应该为雇员和公众的利益而行使。

哈佛大学教授威廉·Z. 李普利（William Z. Ripley）是大公司的另一个批评者。他在《主街和华尔街》（*Main Street and Wall Street*）一书中，攻击了20世纪20年代公共事业中的会计实践。李普利指责会计师可以“出色地玩数字游戏，同时也抱怨业务的‘金融化’”。他声称，大公司正在出具“欺骗性和误导性的财务报告”[3]。李普利希望联邦交易委员会要求上市公司提交财务报表。总统卡尔文·柯立芝（Calvin Coolidge）拒绝了李普利提出的政府要求提供财务报告的建议，但普华永道（Price Waterhouse & Co.）会计师事务所的其中一名合伙人乔治·玫（George O. May）敦促审计师做更多事情来应对这种批评。玫同时也希望纽约证券交易所能对财务披露作出更多要求。纽约证券交易所的主席西摩·克伦威尔（Seymour L. Cromwell）在1922年主张上市公司提交真实的财务报表，但这样的要求直到安然公司丑闻后才被采纳。纽约证券交易所确实在寻求增加财务披露的途径，其中约三分之二的上市公司在20世纪20年代提供了经审计的财务报表。约有200家在纽约证券交易所上

① Adolf A. Berle Jr., “Publicity of Accounts and Directors' Purchases of Stock,” p. 827.

② Jordan A. Schwarz, *Liberal: Adolf A. Berle and the Vision of an American Era*, p. 64.

③ William Z. Ripley, *Main Street and Wall Street*, p. 37.

市的公司也被要求向州际商业委员会提交财务报告。

《1933年证券法》

按照富兰克林·罗斯福关于立法的呼吁而进行的国会调查，只不过是复制了1907年恐慌之后的听证会内容。这两次听证会寻求一种“货币信托”，将国家的经济困境归咎于此。两次听证会都集中在内幕侵权、操纵和使用保证金过度投机方面。不同的是，20世纪30年代的国会士气低迷，大家只是很高兴寻找到一只替罪羊，而华尔街正是一只。毕竟，谁会对金融家感到抱歉呢？他们是比律师更不受欢迎的群体。

《俄亥俄州立法学》（*Ohio State Law Journal*）杂志的一篇文章指出，“为了激发公众对法规的支持，注意力集中到了公司薪资水平，所得税申报以及关于出席委员会人员的相关数据，尽管这些信息与调查股市崩溃的原因没有太大关系”。该文章的作者，法律教授乔尔·塞利格曼（Joel Seligman）指出：“这一策略是成功的，‘它将国家政治情绪从体现柯立芝总统观点的意识形态转变为与罗斯福新政有关的监管改革意识形态’。”① 2000年市场泡沫破灭之后，同样的方法也被采用。

20世纪30年代，对金融家的攻击导致了《联邦证券法》的颁布。这些法规中的第一部就是《1933年证券法》（*Securities Act of* 1933）。新政“智囊团”的四名成员利用周末对这项立法的起草做了大量工作：哈佛法学教授和未来最高法院的法官费雷克斯·法兰克福（Felix Frankfurter），及他在哈佛的三名助手詹姆斯·兰迪斯（James Landis）、本杰明·科恩（Benjamin Cohen）和汤米·科科伦（Tommy Corcoran）。科恩和科科伦因在新政中发挥的作用被称为法兰克福的“快乐热狗”（Happy Hot Dogs）和“金粉双胞胎”（Gold Dust Twins）。他们从乔治城的“小红楼”开始经营起家，乔治城是一个住宅区，尤利西斯·辛普森·格兰特（Ulysses S. Grant）总统、将军毁于自己担任合伙人的经纪公司丑闻前一直住在那里。

---

① Elisabeth Keller and Gregory A. Gehlmann, “A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934,” p. 338.

新政的“大祭司”科恩，在芝加哥大学获得的法律和经济学学位，在哈佛大学攻读法律研究生，并为最高法院的布兰代斯担任书记员工作。科恩在20世纪20年代的市场繁荣期间，通过保证金账户从4 000美元的克莱斯勒股票投资中赚取了超过150万美元的利润。这些利润在1929年的市场崩溃中也消失殆尽了。1933年，科恩开始在华盛顿工作，并在政府工作多年，他在国务院和其他地方都担任过职务。

詹姆斯·兰迪斯（James Landis）将成为SEC的委员和主席及哈佛法学院院长。在《1933年证券法》的听证会上，他是联邦交易委员会的成员。汤米·科科伦曾为最高法院的奥利弗·温德尔·福尔摩斯（Oliver Wendell Holmes）担任书记员工作，并在华尔街从事与公司法有关的工作五年，之后在加入胡佛当局的RFC之前，由于1929年的市场崩溃在股市中失去了大量财富。科科伦留在了罗斯福当局，他收到罗斯福上任后将宣布银行休假的内部消息后，从银行取出了自己一半的储蓄。科科伦祝贺自己有勇气将自己一半的资金留在银行听天由命。新政之后，科科伦成为一个耀眼而有争议的说客，他秘密游说两名最高法院法官在涉及他的客户——埃尔帕索天然气公司的反垄断案件中投票。科科伦许多不正当的游说被FBI通过手机窃听。

罗斯福“智囊团”的成员们起草的立法是纽约的《马丁法案》和《英国公司法》的混合体。《1933年证券法》寻求纠正20世纪20年代的一些滥用：

> 简单就能获得财富的诱惑很诱人，那些事实对估计任何证券的价值至关重要，但几乎没有引起投资者的注意。压力巨大的销售人员而非小心翼翼的顾问才是这个最危险行业中的准则……由于故意刺激证券买家的胃口，承销商们不得不自己供给证券以满足他们自己创造的需求……结果是这种行为导致……为收入不能完全支持他们的财产创造了虚假和不均衡的价值。[①]

表面上看，《1933年证券法》是基于一个信息的充分披露，旨在确保投资者在投资前能作出明智的决定。该法案旨在向投资者保证“完整和真实的

---

① H. R. Rep. No. 73 –85, p. 2.

信息，可以理智地评估证券价值，并谨防不称职、不道德的银行家、承销商、经纪商和发行人像过去一样作出疏忽和欺诈的行为”。[1] 这就是路易斯·布兰德斯（Louis Brandeis）所提出的充分披露的理论，由于他以最高法院的名义提供支持和鼓励，法案很快就在国会通过。

罗斯福总统在向国会提出这项立法时指出，“我们有义务坚持要求在州际交易中发行证券都必须进行宣传和信息披露，不会向投资者隐瞒重要信息要素”。[2] 这个承诺对安然投资者和参与到这个信息披露制度中的受害者而言并没有兑现。

《1933年证券法》没有要求特定的公司治理程序，或要求管理者以任何特定方式向投资者披露他们所做的一切，这是误导。正如费雷克斯·法兰克福（Felix Frankfurter）承认的，在强制披露公司内部事务时，《1933年证券法》通过对公司经理和承销商产生“特别”影响来试图影响公司治理。[3] 在《财富》杂志一篇支持证券法通过的文章中，法兰克福说：“奖金、过多的佣金和工资以及优先名单等的存在都是可能公开的秘密，这种交易的质量越来越差；迫使他们进入公众视野在很大程度上是为了抑制他们的发生。”未来的SEC主席威廉·卡里（William L. Cary）在20世纪60年代[4]将该机构转变为公司的十字军，经他同意后，法兰克福的声明被引用。正如将看到的，SEC之后经常使用披露要求来强制实施公司治理改革。

《1933年证券法》增加了“以买者自负的古老规则，进一步说明‘卖家也要小心’”。它承担着“把整个真相告诉买家的重任”，它推动在证券交易中应该诚实，从而挽回公众信心”。[5] 罗斯福总统说：“我们寻求的是更清楚地了解古老的真相，那些管理银行、公司和其他机构持有和使用其他人的钱，他们是受托人。”一份众议院报告称：“投机、操纵……投资者的无知以及对

① S. Rep. No. 73-1455, p. 153.

② H. R. Rep. No. 73-85, p. 2.

③ George E. Barnett, “The Securities Act of 1933 and the British Companies Act,” p. 18.

④ Felix Frankfurter, “Securities Act—Social Consequences,” p. 55.

⑤ H. R. Rep. No. 73-85, p. 2.

应被法律视为受托人信任关系的忽视”是“一张无缝的网”。[1] 具体提到的是“公司董事、高级职员和主要股东的掠夺性行为”。[2] 然而，正如参议院银行和货币委员会之前警告的那样，这项立法没有“保证任何证券的当期或未来价值。投资者在最后的分析中仍然必须选择他自己认为适合投资的证券”。[3] 这种警告在未来几年没有受到重视。

为了实现充分披露，《1933 年证券法》要求向公司发行证券时向联邦交易委员会（第二年该职责由 SEC 替代）提交注册声明。注册声明要求完整地描述公司及其财务情况的重要信息。《1933 年证券法》禁止出现任何重大事实错报或遗漏，以导致信息出现误导。在此期间，监管实施了二十天的静默期，以防止股票在该段时间内出售。静默期旨在确保投资者有足够的机会评估招股章程内的信息和资料。在此期间，承销商可以举办“路演”，向分析师、资金管理者和机构投资者口头推荐股票。经纪商还可以接受那些在静默期后计划购买股票的投资人的“购买意向书”。

在颁布《1933 年证券法》时，国会拒绝了一项建议，该项建议要求审计人员宣誓确认注册提交财务报表的真实性，但会计师声称由于管理层控制他们获取信息，他们无法作出这样的确认。最初提出的证券法还包括要求披露向高级管理人员发放的超过 2 万美元的贷款，但该要求最后也放弃了。

《1934 年证券交易法》

《1933 年证券法》之后出现了更多的立法。《1934 年证券交易法》创立了证券交易委员会（SEC），并在首次公开发行后对证券二级市场（“交易”）实施了监管。交易法规范了证券交易所，后来经修改涵盖了场外市场。科恩和科科伦是这一法案的主要起草人。尽管交易法经常被引用来作为保护小投资者的措施，但科科伦在国会称，该法案旨在阻止小投资者进入市场[4]。

---

① H. R. Rep. No. 73 - 1383, p. 6.

② S. Rep. No. 73 - 1455, p. 68.

③ S. Rep. No. 73 - 1455, p. 153.

④ Willian Lasser, *Benjamin v. Cohen*, *Architect of the New Deal*, p. 92.

交易法中的一个重要方面是它对全面披露的贡献，即要求上市公司向SEC定期提交财务报告，并公开发布。这一要求被认为是必要的，因为《1933年证券法》的披露要求仅适用于首次公开发行（IPO）或后续股票发行（如果有）。信息很快就会过时，国会认为，作为对二级市场的投资者和交易商的额外保护，他们应该得到持续的信息披露。有趣的是，大多数在纽约证券交易所的上市公司已经发布了年度经审计财务报表，一半以上发布了季度报表。正如众议院委员会就交易法所提到的，这些报告要求是以“有效市场”理论为前提的，该理论在20世纪80年代再次流行：

自由和开放的市场概念是建立在这样的理论上，竞争性的买家和卖家对公允价格的判断需要市场价格尽可能地反映公允价格……对重要信息的隐藏和保密阻碍了市场实际价值指标发挥作用……披露对投资者重要的信息可能不会立即反映在市场价值中，但尽管证券价值很复杂，市场确实能相对较快地接受真相……延迟、含糊和误导性的报告成为了黑心的市场参与者及利用内部信息进行投机的公司管理人员的工具……①

最初，定期申报要求仅适用于交易所上市的股票，但是，1964年修订了交易法，将其定期报告要求扩大到场外市场。1963年，SEC对证券市场进行特别研究后得出结论，对于小投资者来说，场外市场缺乏披露使其成为一个没有吸引力的危险地方，之后交易法进行了修改。

大多数上市交易证券的发行人必须按照SEC10－K表格的要求提交年度报告。10－K表格需要由公司的主要执行官、财务会计高管及至少董事会的多数成员签署，这一要求在安然事件之后得到了强化。10－K表格必须包括由独立的注册会计师根据公认会计准则审计过的资产负债表。前几年的可比财务报表、利润报表和现金流量报表也都必须包括在内。披露还必须包括股东数量，以及报告期内流通股数量的增减。对母公司和子公司的描述、公司业务的重大变化、公司10%以上股票持有人的身份、董事姓名和关联方、管

① H. R. Rep. No. 73－1383, pp. 11－12.

理层在收购或出售公司资产中的利益等相关情况都需描述。后一个要求在安然公司倒闭中发挥了关键作用，因为安德鲁·法斯托参与到了特殊目的载体(SPEs)中。该公司必须披露对其的法律诉讼。

10-K表格必须包括管理层讨论和分析(MD&A)部分。MD&A部分必须讨论“任何已知的趋势或不确定因素，这些因素已经或者可以合理预期会对持续经营的净销售额、收入或利润产生重大有利或不利影响”[①]。这一节旨在提供管理层的讨论情况，为SEC要求报告中的财务数据提供说明，并使投资者能获得管理层的意见。为此，MD&A要求管理层就公司的财务状况、资本支出计划和其他利益事项发表意见。虽然安然事件危机期间，证券交易委员会主席哈维·皮特(Harvey Pitt)将MD&A描述为“我们公司披露制度的基石”[②]，但管理层经常使用MD&A披露要求来聚焦于具体数字，并为问题和缺点找借口，从而模糊实际的数字。

最初，发行人被要求按照SEC 9-K表格的要求提交未经审计的半年报告。该报告要求披露收入、净利润或净损失，以及任何非经常性收入或损失的说明。为确保获得更多的最新信息，SEC于1971年修订了条例，要求上市公司按照10-Q表格的要求提交季度财务报告。在财务分析师开始密切关注这些季度报告后，该修正案被证明有损于公司管理的完整性。管理层为保证公司股价，必须满足那些分析师的“合意”期望。汤姆森金融(Thomson Financial)2004年的一项研究发现，在过去的五年中，约一半的道琼斯指数成份股公司的表现与分析师的估计一致，或者比估计的高一点点。这是利润管理的明确证据，很好地说明因为强调季度报告，会计操纵已经变得非常普遍。

表格10-Q中的财务报表无须审计，因为这样的要求会导致延迟申报，从而有损该信息对投资者的作用。然而，在1999年，SEC要求提交10-Q表格的发行人在提交前审核这些报告，即使它们并不需要认证。10-Q表格的报告扩大了之前在9-K表格中要求披露的内容，包括了关于公司资本结构和

① 17 C. F. R. § 229.303 (a).

② Committee on Financial Services, "Hearing on Accounting Under Sarbanes - Oxley: Are Financial Statements More Reliable?" p. 1068.

股东权益的摘要。发行人还必须在某些重大事件发生后立即向SEC提交8-K表格，如注册人控制权变更、董事辞职、会计师变更和破产，以确保投资者及时被告知相关事项。

第2节 会计师把关

披露要求

《联邦证券法》开启了一个“全面披露”的时代，它向投资者承诺购买证券的真实性，并揭示所有可能影响投资决策的“重要”信息。这是强制披露，反映了最高法院所说的“公司在享有隐私权方面与个人的地位并不平等。它们被赋予了公共属性。它们会对社会产生集体影响，故从中获得了人工实体的特权。联邦政府允许他们有从事州际交易的特权。政府的恩惠经常伴有监管措施的增强”。[①]

充分披露目标的关键在于上市公司财务报表的完整性。国会建议聘请政府审计员对向公众出售股票的公司资料进行审计。这个提议很短命。哈克斯和塞尔斯（Haskins & Sells）会计公司的高级合伙人亚瑟·卡特（Arthur Carter）上校在参议员面前证实，“你最好计划在华盛顿修建更多的大楼来装下这些（审计师）。”[②] 听取了这些警告，国会决定依靠会计行业进行审计。《1933年证券法》要求由独立会计师对与公司注册声明一起提交的财务报表进行审计。《1934年证券交易法》在全面披露中进一步涉及了会计师，要求年度财务报告必须由独立的会计师审计和认证。

《1933年证券法》授权SEC对会计披露和标准作出规定，但该机构决定在会计行业中很大限度地推迟该事项。虽然SEC在1937年宣布它计划定期对特定项目和做法的会计处理发布适当标准，其中一个发布（会计系列第4期）宣布，SEC在设定审计标准方面通常会尊重会计专业。在这方面，审计师在

---

① *United States v. Morton Salt Co.*, 338 U. S. 632, 652 (1950).

② Mike Brewster, *Unaccountable: How the Accounting Profession Forfeited a Public Trust*, p. 9.

编写提交给 SEC 的财务报告方面的作用，在于确定这些报告是否已按照美国公认会计准则（GAAP）要求一致沿用。“审计师随后就财务报表是否被作为一个整体，按照 GAAP‘公允地’呈现公司在相关期间的财务状况和经营情况发表意见”。[①] 在 SEC 缺位的时候，GAAP 站出来进行了控制。

自从第一次世界大战以来，GAAP 理念一直在会计行业中发展。GAAP 对特定项目做法作出解释，这些做法被会计专业普遍接受。GAAP 寻求确保会计方法能正确地披露公司的财务活动和状况。GAAP 是一种基于规则的方法，目前共有几千页。一个单一的 GAAP 标准可能就有 700 多页，它描述如何预订单笔交易。这与国际会计准则委员会（International Accounting Standards Board）制定的欧洲会计准则形成对比，后者采用了一种基于原则的方法，旨在确保报告反映交易实质。

GAAP 的会计准则被记录在行业解释中，例如，在 1939 年至 1959 年，会计程序委员会（Committee on Accounting Procedure）发表的研究报告。该机构由美国注册会计师协会（AICPA）的前身组成，现在是主要的专业会计协会。1959 年，AICPA 用会计原则委员会（APB）取代了会计程序委员会，会计原则委员会负责根据 AICPA 研究人员编制的一般准则发布有关财务报告问题的意见。

美国财务会计准则委员会（FASB）

1971 年，AICPA 成立了由前 SEC 委员弗朗西斯·怀特（Francis M. Wheat）领导的一个七人专责小组，小组就如何更好地颁布会计原则提出建议。麦克委员会成员包括大型会计师事务所的代表、大学教授和其他领域的高管。委员会举行了公开听证会，听证会建议成立一个全职机构来制定会计准则。这导致 APB 在 1973 年被财务会计准则委员会（FASB）取代。

FASB 成为美国通用会计准则的主要行业标准制定者，SEC 在其“会计系列第 150 期”中认可了 FASB。FASB 在财务会计基金的支持下运作，该基金

---

① *United States v. Arthur Young & Co.*, 465 U. S. 805, 832 (1984).

受 AICPA 和其他会计行业组织管理。FASB 的 7 名全职会员在行业中被称为"诺沃克的侏儒"，该称呼指其神秘的力量及其在康涅狄格的总部。FASB 是雷昂纳德·斯佩斯克（Leonard Spacek）在 1957 年提出的"会计法院"概念的替代方案，同时他也是安达信会计公司的负责人。其他会计师在 1909 年和 1919 年也提出了类似的会计法院建议。斯佩斯克关注会计准则的滥用，他表示"对公众投资者来说，我的职业像是将一整套会计报表看做一个轮盘赌——如果他没有意识到那些我们在会计报表里表述了的风险，那他的运气就太差了"。其他人抱怨说，会计已经成为一个"处理数字"[1] 的游戏。

FASB 于 1984 年设立了新兴问题工作组（EITF），为因新工具或新结构而产生的问题提供快速指导。安然利用该机构获得批准开展一些会计实务。衍生产品实施小组也成立了，目的是帮助解释财务会计准则（FAS）133 的应用问题，该准则对安然公司衍生品交易的会计处理进行了规定。其他指导也可获取，由此创造了有层次结构的先例。最上部分是 FASB 财务会计报表（FAS）、FASB 解释（FIN）及 SEC 的会计论文集。后者是 SEC 首席会计师的著作。由于该机构遵守行业标准，这些 SEC 论文相当罕见，通常以对特殊问题的答复来发布。SEC 还可以对发行人提交的会计报表规定特殊标准。S－X 条例对公开发行提出了各种会计要求。SEC 员工会计公告可用于提供会计指导。例如，SEC 员工会计公报 101 试图确定公司何时可以在账簿上记录收入。解释的下一层级是 FASB 技术公告、AICPA 立场声明、EITF 共识声明和 FASB 观点声明。

证明

《联邦证券法》下经审计财务报表的一个重要方面是 SEC 要求财务报表需由经认证的独立注册会计师按照公认审计准则（GAAS）来审计。SEC 要求的审计有两个标准：公认会计准则（GAAP）和公认审计准则（GAAS）。后者是由 AICPA 的审计准则委员会制定。法院将 GAAS 的性质和应用描述如下：

---

[1] Ralph Nader, Mark Green, and Joel Seligman, *Taming the Giant Corporation*, p. 164.

GAAS 包括 10 套宽泛的标准和一般原则用以指导审计。它们被列为一般标准，现场工作标准和报告标准。通用标准 1 号规定："检查由一个人或经足够技术培训的人来开展如……审计师。"通用标准 3 号规定："在进行检查和编写报告时，应给予适当的专业照顾。"现场工作标准 2 号规定："全面了解内部控制结构是要获得审计计划，并确定测试的性质、时间和程度。"①

甚至在 SEC 创设之前，就提出了一个问题，那就是公司财务报表审计人员的认证形式。审计人员初步证实或"证明"，该公司的报告是"真实的"。在 SEC 创设之前，会计行业委员会由乔治·玫（George May）负责，她是普华的主要合伙人，她建议将证明更改为一个判断，说明那只是在 GAAP 框架下审计师关于公司的财务报告是"公正呈现"的一个意见。这个方法被采用了并且成为未来审计的一个基础。今天，"公正呈现"变成了对 GAAP 技术的过度应用，这扭曲了公司的真实财务状况。就如安然公司的破产审查员提到的：

虽然诸如"实质重于形式"这样的广泛原则常常受到 GAAP 基于规则的方法的约束，即使 GAAP 规则对某些特定的会计处理具有一定权威性，但也存在与交易的经济实质不一致的问题，会计专业和法院都承认，如果由此产生的财务报表没有按照 GAAP "在所有重大方面都公允地反映"财务状况、经营业绩和现金流量，那么仅遵守 GAAP 是不够的。②

早期的会计历史

审计师被赋予了"守门人"的角色，以确保能按照《联邦证券法》的要求进行充分的信息披露。另外，需要一些历史来了解审计师为什么要承担这种角色，以及为什么他们无法达到那么高的要求。现代会计并非在一夜之间出现，但现代会计的一些做法是以几个世纪以来演化的一些古老观点为前提

① *Bily v. Arthur Young & Co.*, 834 P. 2d 745, 750 (Sup. Cal. 1992).

② Neal Batson, Court - Appointed Examiner, Second Interim Report, *In re Enron Corp.*, p. 53.

的。在这方面，企业记账与企业本身一样古老。早在公元前8000年，在美索不达米亚地区，令牌被用作对谷物进行记账。在公元前3300年左右，打结的绳子也被用于记账。古巴比伦人是“强迫的簿记员”。[①] 古希腊人和罗马人有记账制度。亚里士多德（Aristotle）详细地描述了政府的会计师及其审计工作。据说，古希腊有内部和外部会计师来对政府财政进行审计。在公元前352年，罗马银行家就通过书面符号转移信用。在克里斯托弗·哥伦布（Christopher Columbus）到达之前，中美洲的古代社会就已经实行了簿记。哥伦布本人由一位会计师陪同到达美洲以对他可能在新世界找到的宝藏进行记录。

许多早期的记账工作就只是这样——记录资产、债务或销售。现代会计不仅仅局限于这种记账。会计旨在通过其资产、负债、资本、盈利能力和资金流动来描述和解释企业的财务状况。会计的作用更为广泛始于复式记账法的发展，这种方法“是一种观点性的框架，用于分析商业交易，区分资本和收入”。[②]一名经济学家，也许用了过多的修辞，他坚称“复式记账法诞生的精神与伽利略和牛顿体系一致”，“向我们展示了经济世界的宇宙”。[③]

卢卡·帕西奥利（Luca Pacioli）既是方济会修士，又是达·芬奇（Leonardo da Vinc）的朋友，他在公元1494年就公开了对复式记账法的描述。帕西奥利的著作名叫算术、几何、比与比例的总结，描述了一整套会计系统，包含备忘录（簿记记录）、期刊和分类账。此系统中的科目包括费用科目、库存和损益科目。所有交易和项目将作为贷方和借方两次记录，以使得资产负债表均衡。帕西奥利说，这种会计制度叫“威尼斯的方法”，在威尼斯已经使用了200多年。这一说法得到了佛罗伦萨的乔凡尼·法罗尔菲（Giovanni Farolfi）公司分类账的证实，该公司存在于1299年，分类账包含了复杂复式记账法。

意大利锡耶纳的加勒拉尼（Gallerani）公司1305年在其伦敦办事处使用了复式记账账户。来自热那亚的马萨里分类账（约1340年）也使用复式记账

---

① Michael Chatfield, *A History of Accounting Thought*, p. 5.

② Michael Chatfield and Richard Vangermeersch, eds., *The History of Accounting: An International Encyclopedia*, p. 4.

③ Michael Chatfield and Richard Vangermeersch, eds., *The History of Accounting: An International Encyclopedia*, p. 4.

法。复式记账要素早在1302年就在佩鲁齐（Peruzzi）家族和阿尔贝蒂·德尔·朱迪切的佛罗伦萨银行记录中找到。后者记录了合作伙伴的资本和收入。佩鲁齐公司有几本书，包括一本资产之书和一本奥秘之书，每一本都以为公司的利润和福利祈祷开头。奥秘之书包含了利润和损失的分配以及关于公司运营的其他简要信息。意大利银行定期（每一年至五年）关闭库存账册，之后合作伙伴将决定是否再重新开始业务。美第奇（The Medici）银行在每年的3月24日关闭其所有分支机构的账务，然后准备资产负债表以供审查。

威尼斯方法在被引入到美国之前，已经进入了英国和苏格兰。“皇家审计师”在15世纪就开始在英国工作。甚至更早些时候，皇家金库就被地方行政官“勘验审核”。中世纪，英国政府的会计工作是在一种类似审判的气氛中进行的，其中地方行政官的账目会被大声朗读，由此产生了“审计”一词，该词可能来自拉丁语的“听”这个词语。这个过程被称为“收入和支出”。财政大臣或其代表会对每个账户提出质疑，而地方行政官则要对未能说明的账目中的任何缺额负责。在记账被接受的情况下，地方行政官在账户所涉期间的责任将被永久解除。记账也推广到政府的其他领域，特别是军队。这包括在爱尔兰的军队和海军的军队，后者由1422年至1427年国王船只的守护者威廉·索珀（William Soper）进行记账说明。

关于复式会计法的第一本英语文本由休·奥尔德卡斯尔（Hugh Oldcastle）于1543年出版。17世纪，英国的学生就学习“算账”，即商业算术，当然，在某种程度上，“国王在他的账房内数他的钱”。商业公司广泛地使用账房来跟踪库存和销售。更为正式的政府审计也在开展。正如肖恩·奥康纳（Sean M. O'Connor）教授所指出的，1586年阿伯丁市的审计报告中包含了以下声明：“允许核数师听、看、思考和计算。”

荷兰东印度公司（The Dutch East Indies Company）被要求出售其所有资产，并每十年分配其收益，以此作为确保账目准确的手段。这种做法在1612年停止。1673年，法国要求商业公司将其交易记录在政府官员批准的记录簿里，并对其业务进行每年两次审计。这一要求在1807年被纳入了《拿破仑法典》（Napoleonic Code）。回到英国，1720年发生的南海泡沫（South Sea bub-

ble）导致一个议会特别委员会（保密委员会）呼吁对南海公司子公司——索布里奇公司的账目进行审查。剑刃银行为查尔斯·斯内尔（Charles Snell）安排了“记录大师和辅导员”来进行这次审计。他对公司账目的审查被认为是上市公司会计师的第一次独立审计。

英国的会计

塞缪尔·约翰逊（Samuel Johnson）在1775年警告说：“不要让任何不懂得管理账务方法的人冒险进入大企业；也不要让他幻想，可能出现任何程度的自然能力让他来弥补不足或从不可分割的混乱繁杂中保持事务的多样性。”按专业分类的会计师出现在19世纪50年代的英国，他们提供审计和簿记服务。许多早期会计师还提供额外的服务，如经纪人、拍卖人、讨债员、写作师、精算师和代理人。他们还被要求在破产程序中采取行动，特别是在1848年《清盘法》通过之后。

像英格兰一样，苏格兰成为美国发展会计的主要来源地。虽然苏格兰在发展会计职业方面比英国慢一点，但许多苏格兰儿童都在荷兰接受教育，在那里他们被教授会计方法。17世纪，在荷兰出版了60多本与会计相关的书籍。在苏格兰，律师通常也担任会计师，但会计最终成为一个单独的专业，苏格兰获得了“会计之地”的声誉。[①] 1681年左右，约翰·迪克森（John Dickson）被爱丁堡市议会任命为“记录大师和教授”。第一本会计方面的书籍两年后在苏格兰出版。它由罗伯特·科林森（Robert Colinson）编写，题为《理性理念—完美会计》（*Idea Rationaria or The Perfect Accomptant*）。

爱丁堡会计师协会于1854年由皇家授权创办，阿伯丁会计师协会成立于1867年。这些协会设置了考试作为成为会员的条件，也作为设定较高专业标准的手段。通过考试的人被称为“特许会计师”。这个流程在1880年得以制度化，当时维多利亚女王授予英格兰和威尔士特许会计师协会王室特许状，该机构今天仍在英国管理会计职业。该机构由五个会计学会合并而成。协会

① Michael J. Mepham, *Accounting in Eighteenth - Century Scotland*, p. 1.

开始约有600名成员，但这个数字在未来十年将增长两倍。

“会计师”这个新专业很快就成为了诉讼目标。1859年，英国法院认为审计师有义务发现员工的欺诈行为和错误。这也成为第二次世界大战前审计工作的主要目标。[①] 1887年，英国另一个司法判决澄清了会计人员的责任，指出审计师的职责不仅是检查数字问题，而且应确保公司的会计报表真实准确地反映公司事务。因此，对没有发现欺诈或错误，审计师负完全责任。相反，该标准是，审计师只需要合理谨慎和运用技能即可。[②]

1886年英国作出的决定认为审计是“看门狗而非侦探”。[③] 然而，会计师受到了批评。英国法官在1875年指出，破产程序“已被移交给一群被称为会计师的无知之人，这是被引入法律的最大严重滥用行为之一”。[④]这些诉讼有一定基础。1884年，皮特（W. B. Peat）会计师事务所因未能发现米尔沃尔码头公司（Millwall Dock Co.）将其应收账款虚增17.4万英镑而被起诉。审计师在十四年内既未验证公司的分类账，也未亲自走访过该码头。

英国会计师移居美国

来自苏格兰和伦敦的特许会计师将他们的服务扩展到美国。事实上，美国“八大”会计师事务所（现在是“最后四个”）中多数可追溯至英格兰或苏格兰。德勤会计师事务所、图什会计师事务所、华永会计师事务所的祖先都可追溯至约西亚·韦德（Josiah Wade），他于1780年开始担任英国会计师。韦德在1797年颁发了证书，说明他审计的账户是“经检查且事实无误”。韦德直接的继任者是特莱布·克拉克会计师事务所（Tribe, Clarke & Co.），后来其与德勤、普伦德、格里菲斯和威廉公司合并。1845年，该公司的威廉·德勤（William Deloitte）在伦敦担任会计师，他因审计铁路公司而成名。德勤在1849年审计了大西部铁路公司的股东。在其提交报告后，四名董事被迫辞

---

① Nichol's Case, 3 Deg. & J. 387 (1859).

② Leeds Estate, 36 Ch. D. 787 (1887).

③ *Kingston Cotton Mills Co.*, [1886] 2 ch. 279, 288.

④ Richard P. Brief, *History of Public Accounting in the United States*, pp. 14 - 15.

职。这为美国的内部调查报告树立了先例。德勤公司的分支开到了美国，成为德勤哈斯金斯和赛尔斯事务所（Deloitte, Haskins & Sells）。来自苏格兰的会计师则组建了图什·罗斯会计公司（Touche Ross & Co.，其另外的部分现在成为了德勤、图什和华永）。

1849年，萨缪尔·普莱斯（Samuel Price）在伦敦担任会计师。他的公司于1874年变成普华公司（Price, Waterhouse & Co.）。1890年，该公司在美国开设办事处。现在是普华永道的一部分。永道会计师事务所（Coopers & Lybrand）是该公司的另一个分支机构，它的起源追溯到1828年的罗伯特·弗莱彻（Robert Fletcher）和1854年在伦敦创办会计师事务所的威廉·库珀（William Cooper）。一年后，库珀将会计师的作用描述如下：

> 会计师的业务包括对各种复杂账户进行调查和安排；编制各种上市公司账户和资产负债表——包含商人和其他合伙账户——破产需要的所有账户，事实上，当其他人缺乏安排和调整事务能力时，总是需要会计师的帮助。这样的职业，你会感觉需要熟悉很多类型的业务，它确实能引入良好的商业习惯。①

1926年，库珀的继任者将业务扩展到美国，成为永道会计师事务所（Coopers & Lybrand）。恩斯特事务所（Ernst & Ernst）于1903年在美国成立，其与成立于1848年的一家伦敦公司合并，成为恩斯特·惠尼（Ernst & Whinney）。该公司与亚瑟·永（Arthur Young）合并成为安永事务所（Ernst & Young）。亚瑟·永（Arthur Young & Co.）1894年始于美国，但它的起源可追溯到1824年在格拉斯哥经营的会计师詹姆斯·麦克莱兰（James McClelland）。

从成立于1867年的苏格兰会计公司罗伯特·弗莱彻（Robert Fletcher & Co.）开始，皮特·马威克.米歇尔事务所（Peat, Marwick & Mitchell）在苏格兰和英格兰扎下根来。皮特·马威克（Peat Marwick）在与一家业务集中于荷兰的国际公司卡尼维尔德·梅·哥德勒公司（Klynveld Main Goerdeler）合

① Richard P. Brief, *History of Public Accounting in the United States*, pp. 2-3.

并后成为了现在的 KPMG 的一部分。格兰特·桑顿（Grant Thornton）是一家地位稍稍低于“八大”（Big Eight）的公司，其拥有的苏格兰分支可以追溯到 19 世纪 40 年代罗伯特·马卡文（Robert McCowan）开展的业务。安达信（Arthur Andersen & Co.）是八大会计师事务中唯一一家在美国成立的。当 20 世纪末大型会计师事务所合并时，该公司生存下来进入“五大”行列，但由于安然事件其没有进入最后的“四大”。

本土会计

殖民美国的股份公司聘请会计师来解决公司账务，导致“天路客”们抱怨普利茅斯公司所任命会计师的能力。殖民地的孩子们被教会如何算账，普利茅斯殖民地本身从 1658 年开始就成为了年度审计的主要对象。马萨诸塞州公司聘请伦敦的会计师解决其在美国业务的账务问题，也聘请了当地的定居者。

美国殖民地时代的会计师通常是从事记账的商人。其他人则被训练为“账房”学徒。殖民地的记账通常只限于简单的支出和债务凭证。例如，塞勒姆女巫审判的会计记录揭示了维持监禁被告和保持牢房“紧张”的费用支出。[①] 约翰·汉考克家族企业从 1724 年开始起五十年的记录仍然存在。种植业主将记账作为日常生活的一部分。有关乔治·华盛顿的那部分，从十五岁开始到他死亡记录得非常详细，并且描述了他日常生活开支。托马斯·杰斐逊在 1767 年和 1826 年之间也记账。

到 1718 年，已经有个人在波士顿报纸上宣传自己可提供记账员的服务，到 1729 年，纽约的报纸上也出现了类似广告。1733 年，美国的学校已教授复式记账法，在革命前每个主要城市都有会计师。目前美国已知最早的审计涉及本杰明·富兰克林（Benjamin Franklin）出售他与戴维·哈尔（David Hall）合伙印刷公司的股份。1766 年，詹姆斯·帕克（James Parker）对公司进行了审计，当时富兰克林在伦敦。富兰克林赞赏会计在他业务运营中的价值，

---

① Gary J. Previts and Barbara Dubis Merino, *A History of Accountancy in the United States: The Cultural Significance of Accounting*, p. 19.

高度评价了已故合伙人遗孀的会计技能，合伙人是在荷兰接受的教育，在那里会计已成为男性和女性教育的一部分。

美国的律师通常在账房担任会计师，但会计发展成为了一个专业。1797年，昌西·李（Chauncey Lee）出版了《美国会计师》（*American Accomptant*）。詹姆斯·班奈特（James Bennett）在1814年出版了《美国实用记账系统》（*the American System of Practical Bookkeeping*），并于1818年在纽约经营会计学校。到那一年，在纽约有个人开始自称为“会计师”，虽然他们的服务仍专注于簿记。美国内战前，福尔松商学院（E. G. Folsom Commercial College）是一所在克利夫兰的私立商业学校。它的学生约翰·洛克菲勒（John D. Rockefeller）从十六岁开始当了一名记账员，开始了职业生涯。布莱恩特和斯特拉顿学校（Bryant & Stratton School）成立于1853年，它接管了福尔松商学院的运作，成为了私立商业学校的领导者，在60多个地方具有特约授权。该国众多其他的会计学校西拉斯·帕卡德（Silas Packard）创建的连锁学校——帕卡德商学院（Packard Business College）。

在美国内战爆发之前，出版了三十多本关于会计学的书籍，包括约翰·柯尔特（John Colt）名为《复式记账科学》（*The Science of Double Entry Bookkeeping*）的书。该书在1839年出了第四版，但柯尔特和印刷商之间关系似乎有些紧张，柯尔特的兄弟给柯尔特带来了45式手枪，柯尔特被判犯有谋杀纽约印刷商萨缪尔·亚当斯（Samuel Adams）的罪名，当时亚当斯带有一把斧头。之后，柯尔特把亚当斯的尸体运到了路易斯安那州。被判处吊死后，柯尔特在纽约的坟墓监狱自杀，他刺伤自己后也在监狱放火。各种犯罪也以其他方式侵入会计行业。美国内战期间，富国银行的会计报告中，对收益表中的抢劫损失（例如，1864年伊利诺伊州库尔特维尔抢劫中的2 938美元）和从早期滞留中回收的金块较为关注。

即使会计教育不断发展，专业会计师的数量仍然很少。1850年，在全国三个最大的城市——纽约、费城和芝加哥只有19个人将自己确认为会计师。1884年，会计师的数量增加到了81名，然后1889年发展至322名。到1885年，即使是在遥远的肯塔基州的城市路易斯维尔也能够吹嘘有五名会计师。

许多人仍然提供记账服务作为副业，特别是对于小企业。当时没有什么所得税或 SEC 报告的要求，这意味着大多数会计的目的仍是检测员工的欺诈行为。

梅滕海姆（H. J. Mettenheim）于 1869 年出版了《审计指南》（*Auditor's Guide*）。这本书反映了审计工作的日益重要性，审计工作力求核实账目，并对欺诈和错误进行检查。之后，审计主要用于对记账员的工作进行核实，防止记账员滥用职权。到 19 世纪 90 年代，在 2/3 的审计中发现了欺诈。管理层对会计控制的形式主要有职权限制、职能分离和交叉检查，目的是避免欺诈。

大学校长罗伯特·李（Robert E. Lee）试图在 1869 年将会计学包含进现在华盛顿和李学院的课程，但在该计划实施之前就难产了。该想法总的来说是超前于他所在时代的，但商业公司规模和复杂性的增长，增加了对经科班训练的专业会计师的需求。在很多情况下，它们从苏格兰和英国引进，并逐步地开始正式化教育。传统大学的第一个永久性会计课程于 1883 年费城的沃顿商学院开办。到第一次世界大战时，全国各地都有一些大学教授这样的课程。今天，几乎每所大学都有会计课程，商学院还提供会计学本科学位以及硕士和博士学位课程。

特许会计师

学校教育至关重要，但专业协会是将会计转变为专业和确立公认标准的关键，随着审计师因为没有发现员工欺诈和其他不当金融行为，受到越来越多的批评，各种公认标准显得尤为缺乏。怀疑论甚至出现在媒体上。19 世纪 80 年代，《名利场》（*Vanity Fair*）控诉审计师证书是一个“妄想和圈套”。

纽约会计师公会（The New York Institute of Accountants）成立于 1882 年。它试图通过审查和核验会计师确保专业精神。该组织与美国公共会计师协会（American Association of Public Accountants，该协会成立于 1887 年）存在竞争。九年后，纽约颁布了“关于规范会计师职业的法律”（An Act to Regulate the Profession of Public Accountants）的立法，此法承认注册会计师（CPAs）。CPA 考试由纽约州立大学的校务委员会进行管理。

第一次这样的考试是在 1896 年的两天时间内。没有人通过当年或次年的

考试，这创造了考试难度的先例。通过纽约 CPA 考试的第一名女士是克里斯汀・罗斯（Christine Ross），她在 1898 年通过考试，但她的证书被搁置，直到教育委员会投票决定女士是否有资格执业会计。第一个被认证为 CPA 的非洲裔美国人是约翰・克伦威尔（John W. Cromwell Jr.），他在 1921 年获得认证。他在新罕布什尔州参加了 CPA 考试，这反映纽约的认证已扩散到其他州。各州之间的统一测试开始于 1917 年，并在 20 世纪 20 年代中期广泛普及。CPA 考试一直很严格，仍然是进入职业的最大障碍之一。在第一次世界大战前，建立联邦会计师执照职业的努力失败了。

许多会计师专业协会在纽约之后纷纷成立，它们彼此之间经常竞争。美国公共会计师协会（The American Association of Public Accountants）主要由英国会计师控制。作为一个国家专业协会，公共会计师协会联合会（The Federation of Societies of Public Accountants）成立于 1902 年。1904 年在圣路易斯举行的国际专业会计师大会上，提交了关于如何进行审计和会计师职责的文件。纽约的会计师协会在 1905 年合并成为一个全国性的组织。为了进一步提高其国家性质，该组织寻求获得联邦章程授权，但未能成功。它于 1916 年改名为美利坚合众国美国会计师协会（American Institute of Accountants in the United States of America），并于 1957 年再次更名为美国注册会计师协会（AICPA）。

会计责任

1913 年通过了一项宪法修正案促进了美国会计职业的发展，该法案允许国会通过立法以所得税的形式征收直接税。会计师很快就把业务重心放在为客户提供关于日益复杂的“国内税收法”的相关咨询服务。联邦储备委员会强制要求符合联邦储备银行商业票据贴现条件的公司提供经认证的财务报表，此举进一步推动了会计行业的发展。会计专业人员与联邦贸易委员会（FTC）一起制定相关标准。会计师说服 FTC 拒绝对所有公司采用统一的会计制度；相反，而是采用称为“编制资产负债表经批准方法”的项目，联邦储备委员会在 1917 年批准和公布了该项目。

美国出现的问题与英国一样，即当经审计的财务报表被证明是虚假时，

审计师是否应该负责。几个案例都在考虑这个问题。1925 年，在克雷格诉其他人[①]的案例中，纽约中级法院认为，巴罗（Barrow）、韦德（Wade）、格思里（Guthrie & Co.）在审计中没有发现贝奇公司的（Bache & Co.）公司股票经纪人私自挪用超过 100 万美元。对这种失职的惩罚不是特别严重。法院要求审计师退还了 2 000 美元的费用。

更著名的案例是厄特马斯公司（Ultramares Corp. V. Touche）诉德勤[②]，此案 1931 年由纽约最高法院的本杰明·卡多佐法官（Judge Benjamin Cardozo）裁定。审计师在 1923 年以前的四年的时间里对弗莱德·斯特恩公司（Fred Stern & Co.）的资产负债表进行了审计。审计师知晓，弗莱德·斯特恩公司为获得信贷向股东、合同交易对手、银行和其他人提供了资产负债表。原告人凭借经认证的资产负债表，向弗莱德·斯特恩公司扩大了信用，这后来被证明并不正确；事实上，该公司已经破产。虽然会计师在审计中存在疏忽，但缺少显示公司真实情况出现差异的证据，法院拒绝让审计师因第三方疏忽而承担责任。责任仅在于第三方与审计师之间存在某种直接合同或“私下默契”，当审计师没有此类依据时，审计师审计的账务是真实的。

卡多佐法官指出：“如果由于过失，轻率的失误或错误，未能审计到欺骗目的下的盗窃或伪造，可能会使会计师在不确定的时间，因不确定的责任承担不确定的金额损失。”企业执行这些条款的危害是如此之极端，以致怀疑在履行职责中是否会存在缺陷。后来，其他法院宣布，如果只是因为疏忽，审计师可以预见第三方将依赖这些报表[③]，他们愿意将会计师的责任扩大到第三方。在英格兰，法院认为审计师对后续股东没有义务，审计师没有责任来听取他们的意见。根据《联邦证券法》，美国禁止在上市公司的审计中使用此类免责声明。

---

① *Craig. v. Anyon*, 212 A. D. 55, 208 N. Y. S. 259 (N. Y. App. Div., 1st Dept. 1925).

② *Ultramares Corp. v. Touche*, 255 N. Y. 170, 174 N. E. 441 (N. Y. Ct. App. 1931).

③ The development of common law liability for auditor negligence is described in *Bily v. Arthur Young & Co.*, 834 P. 2d 745 (Sup. Cal. 1992).

会计的弊端

《联邦证券法》的通过使会计师作为新实施全面披露要求的守护者，扮演更为广泛的角色。后来证明这个角色完全不现实，因为会计行业依靠管理层来获取信息和披露是一个现实问题，这令SEC感到沮丧。这对前罗斯福政府的智囊团成员詹姆斯·兰迪斯（James Landis）是一个特别侮辱，当时他是SEC主席。兰迪斯认为会计师应该代表投资者而不是管理层。在1936年的演讲中，他指责会计师在为他们支付报酬的公司和依赖公司财务报表的投资者之间存在忠诚冲突。他还抱怨，虽然会计事实上只是一种意见，但许多投资者错误地认为这是一门确切的科学。兰迪斯自己也遇到了一些会计问题，他因未能提交报税表而被判入狱，这是他被发现在肯尼迪总统行政部门任职时的一个疏忽。兰迪斯被判处了三十天的监禁，这与安然公司安德鲁·法斯托（Andrew Fastow）的妻子李·法斯托一年的监禁形成鲜明对比。无论如何，兰迪斯的关注有一些基础。第二次世界大战后，SEC对场外市场交易股票的调查发现，财务报表存在许多缺陷。SEC指出，其中许多公司已经过大型会计师事务所的审计。"1947年，舆论研究（Opinion Research）的一项调查发现，45%的公众认为公司的财务报表是不真实的，40%的人认为报告中的收益是伪造的。"[①]

会计师事务所在很大程度上通过专业协会进行自我调节，专业协会将GAAS或GAAP设置为会计师事务所遵循的规则。当出现SEC意见不一致的罕见情形时，通常通过谈判解决会计学会和SEC之间的分歧。当会计人员作出不当行为时，主要按照国家注册会计师执照程序进行纪律处分；SEC很少会提起纪律处分。SEC很快就清楚审计师在防止管理层不当行为方面有不可逾越的障碍。1938年，在生药经销商麦克森和罗宾斯（McKesson & Robbins）公司中发现了大规模的欺诈。该公司的负责人是一个自称为富兰克林·唐纳德·科斯特（Franklin Donald Coster）博士的人。他实际上是一个罪犯，真名

① Previts and Merino, *A History of Accountancy in the United States*, p. 333.

叫菲利普·缪西卡（Philip M. Musica）。缪西卡使用虚拟公司和影子银行，在12年间从该公司掠夺走290万美元。麦克森和罗宾斯公司在向SEC提交的会计报表中声称有8 700万美元的资产，但这些资产中约有2 000万美元是虚构的。这种欺诈行为被公司审计师普华永道会计师事务所通过虚假的库存应收账款所隐藏。审计师审查了公司的记录来验证库存，但从未实际查库。审计师通过审查船运和其他文件对虚假的应收账款进行测试，但这些文件都是伪造来欺骗审计师的。为进行欺诈，缪西卡在他三个兄弟的协助下，使用了大量的欺诈性项目和文件。他甚至伪造了公司的信用评级。当警察试图在缪西卡家逮捕他时，缪西卡自杀了。为了解决该公司索赔，普华永道同意退还其约50万美元的审计费用。

SEC对普华永道提起了纪律处分程序，但一些专家证明普华永道在审计中遵循了普遍接受的程序。该证词导致SEC决定不制裁普华永道，但批评会计行业的专业标准。早期英国的案例已拒绝了一项说法，即审计师应该去计算过高的库存。[①] 法院认为此种行为不是审计师的责任。审计师传统上（现在仍然是）依赖于管理层的正直。SEC花了很长时间并没有真正理解审计师的作用。如后面章节所述，麦克森和罗宾斯的后身（麦卡森公司McKesson HBOC）将在20世纪末进行大规模的会计操纵。

麦克森和罗宾斯案例说明了SEC对待会计行业监管的方式：如果会计师在审计未能发现欺诈，将会对会计师采取纪律行动，禁止其执业或者暂停其权利。这是对专业会计师的极端制裁，因为他们的大部分工作与SEC相关。因此，SEC最初原谅了会计行业的不足，如在麦克森和罗宾斯案例中。1947年，SEC针对巴罗、韦德、格思里会计师事务所提出了另一个库存不足的案例。但SEC也没有对其制裁。

SEC在1952年实行了更加强硬的路线，他暂停了一个国家会计公司哈尔金斯（Haskins & Sells）和其中一个合作伙伴的业务10天。制裁原因是因为会计公司已经证明了托马斯卡乐公司（Thomascolor）无形资产（专利）的价

① *Kingston Cotton Mills Co.*, [1886] 2 ch. 279, 288.

值，但 SEC 认为其在公司的资产负债表上被高估，尽管有杰出专家作证保护会计师事务所的审计工作，但制裁仍被实施。另一种情况是，德勤、尼文（Niven）、贝利和斯玛特（Bailey & Smart）以及其两个合作伙伴在 1957 年被 SEC 暂停执业 15 天。SEC 发现，那些被告 10 年前已经证实损失准备金账户不足以涵盖该审计客户——海岸商业有限公司（Seaboard Commercial Corp.）的某些损失和或有事项。

威士公司（The Westec Corp.）从事了各种会计活动，在 20 世纪 60 年代进行了收入和递延费用加速的会计处理。安永会计师事务所的两名负责人小霍尔（M. Hall Jr.）和小詹姆斯·威廉姆斯（James W. Williams），被定罪操纵公司股价。他们分别被判处八年和十五年徒刑。威士公司的审计师恩斯特会计师事务所（Ernst & Ernst）审计了 1964 年和 1965 年公司财务报表，其中虚高部分成为了会计操纵计划的一部分，成为了 SEC 专项行动的对象。为制裁该失误，SEC 的行政法法官签发了一项禁令，禁止恩斯特会计师事务所在六个月内接受任何新的上市公司审计客户。在上诉时，SEC 推翻了这一禁令，认为谴责就适合了。恩斯特的两名个人会计师被 SEC 暂停职业一年零三个月。

SEC 希望审计程序不仅仅是审查记录。SEC 认为审计师也应该亲自去踢踢轮胎，也就是说，他们应该实际检查库存，并直接与债务人核实应收账款。AICPA 将这些程序添加到 GAAS 清单中。然而，精明的犯罪分子在这种程序上发现了“创新”方法。历史上最大的财务丑闻之一（虽然不及安然丑闻），“沙拉油王”托尼·迪安杰尼斯（Tony De Angelis）伪造了一个巨大的植物油库存。为欺骗审计员，他在检查港的储罐中建立了特殊的内室；内室里包含油，而罐中的其余部分填充水。在其他情况下，他只是在检查员检查之前将他有限的库存从一个罐中抽到另一个罐中。迪安杰尼斯 1963 年的失败拖累了纽约商品交易所（New York Produce Exchange）和两家经纪公司艾拉·豪普特（Ira Haupt）和威利斯顿—比恩（J. R. Williston & Beane）。股票市场因为这种大规模的欺诈陷于动荡，在丑闻之时，肯尼迪总统又被暗杀，这导致股市波动加剧，纽约证券交易所被暂时关闭。

会计行业也面临着其他问题。美国商业的复杂性在不断增加。国际业务

和复杂的公司结构在大公司中很普遍。会计师每天都要求解决交易中的复杂问题，这些问题往往是独一无二的，能够在GAAP框架下采取一些解决方案，但不同的解决方案会对公司的收入产生显著不同的影响。这些方案需要判断，往往也会提出复杂的理论问题。会计师本人也认识到，他们的职业需要智力和努力，他们试图通过创建一个会计名人堂来作为引路灯，亚瑟·安徒生的创始人在这个论坛中当选 。

会计问题的蔓延

如果经审计的财务报表不真实或具有误导性，《1933年证券法》赋予股东起诉审计师的权利。审计师如果在审计中已经进行了尽职调查，其可以此为由进行辩护。《1934年证券交易法》还规定会计师对投资者负有责任，如果投资者经审计的财务报表具有误导性，会计师可以通过证明他们善意行事且并不知晓这种不准确来进行辩护。

纽约的联邦地方法院在1968年埃斯科特诉巴克瑞斯建设公司（Escott V. BarChris Construction Corp.）[①] 的诉讼中作出裁决，认为该公司的审计师皮特·马威克—米切尔会计师事务所（皮特·马威克）违反了《1933年证券法》。巴克瑞斯建立了保龄球赛道，这在自动针定位器发明后变得很流行。根据《联邦证券法》，起诉指控该公司的财务报表是类似安然的会计噩梦。该起诉指控夸大销售、利润和订单，低估负债，并且未披露大量的官员和客户拖欠款项。皮特·马威克对巴克瑞斯的注册文件进行了审计认证，但该文件并没有披露注册人建造了保龄球跑道、出售给第三方并回租给注册人子公司产生的收入。法院认为审计师没有在工作中进行尽职调查，或者他们发现了这种安排但没有披露。法院坚称，通过审计证实公司的财务报表，审计师错误地向投资者表示他们已经进行了尽职调查。在发现公司在账簿上没有记录某些负债，并且将无法收回的应收款作为资产进行报告后，皮特·马威克早在1966年就因纠正耶鲁快运系统的财务报表而被法院认定存在缺陷[②]。

---

① *Escott v. BarChris Construction Corp.*, 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1968).

② *Fischer v. Kletz*, 266 F. Supp. 180 (S. D. N. Y. 1967).

皮特·马威克通过在全国范围内收购独立的会计师事务所而迅速成长。虽然皮特·马威克本身是一家全国性的公司，但这些收购只是松散地集成到公司中。这导致了对皮特·马威克的批评，认为其只是一个特许经营的主体，由此产生了一些严重的质量控制问题。20世纪70年代，国家学生营销公司（National Student Marketing Company）倒闭后，皮特·马威克的麻烦越来越大，其财务账户证明被夸大了。皮特·马威克因对该账户进行审计而被投资者起诉。该公司的两名皮特·马威克会计师也因审计活动被判犯有刑事违法行为[1]。SEC因皮特·马威克在对国家学生营销公司审计中的失误和20世纪70年代其他的审计失误对其进行制裁。其中一个失误发生在审计美国最大的非金融公司——宾夕法尼亚中心公司（Penn Central Company）时，它成为了当时破产的最大公司。宾夕法尼亚中心公司破产是因为其管理层伪造公司账户以掩盖损失，并且审计师对这些活动没有发现。SEC采取行动的另一部分原因是皮特·马威克对斯特灵家（Stirling Homex）公司的审计也存在失误，斯特灵家公司是一家模块化房屋的制造商，其在上市两年后破产，形成了巨大丑闻。SEC禁止皮特·马威克六个月内接受新的上市公司审计客户，且该事务所需要对其审计程序进行一个独立的自查回顾。暂停新审计业务是一个严重制裁，但皮特·马威克审计失败的绝对数量表明，该公司和整个审计系统两者都有问题。

SEC对安永会计师事务所（Arthur Young）对乔泰克资源基金有限公司（Geotek Resources Fund Inc.）的审计进行了制裁。乔泰克由杰克·伯克（Jack Burke）控制，杰克·伯克被控犯有证券欺诈和向政府提出虚假陈述。伯克进入辩诉交易后被判处30个月的监禁。加利福尼亚州的联邦地方法院经过三十四天的审判后，驳回了SEC因审计败诉安永的案件。SEC起诉审计师的决定被批评有政治动机，他们对没有在SEC监管范围内的会计师事务所进行控制。

---

[1] Staff of the Senate Subcommittee, *The Accounting Establishment*, p. 4.

完全披露的缺陷

在安然公司丑闻之前的其他一些丑闻中，也暴露出完全披露制度的缺陷。特别引人关注的是，20 世纪 70 年代发现了很多上市公司为了获取业务而向外国政府官员大量付款。这些跨国公司为避免管制和腐蚀政府，已经对世界秩序带来威胁，他们由此受到了攻击。比如，ITT 公司（ITT Corp.）被指控协助推翻智利萨尔瓦多·阿连德（Salvador Allende）政府，带来了奥古斯托·皮诺切特（Augusto Pinochet）的独裁统治。由参议员弗兰克·丘奇（Frank Church）领导的多国公司小组委员会（The Senate Subcommittee on Multinational Corporations），发现跨国公司在对外国政府官员进行广泛的支付，他们对跨国公司的此种活动正进行审查。这些付款被称为“可疑付款”（questionable payments），因为当时的美国法律没有禁止向外国官员行贿。然而，这些付款由表外的行贿基金提供资金，SEC 认为此类账户应该在公司的财务报表中报告。

SEC 设立了一项大赦计划，允许公司可疑付款但要对其进行披露，进而避免 SEC 提起诉讼。大约有 600 家公司随后承认进行了各种贿赂，但记录保存失败。洛克希德（Lockheed）是其中起得最远的，其向日本、德国、荷兰、意大利及许多其他国家的政府官员支付了 3 000 万美元。当这些贿赂被披露时，世界多国政府纷纷倒台。丑闻导致了出台 1977 年《反海外腐败法》（Foreign Corrupt Practices Act of 1977）来禁止这种支付，以此作为额外的完全披露要求。更重要的是，《反海外腐败法》要求上市公司制作并准确保存能公正地反映发行人资产交易和经营的账簿、记录和账目。1988 年，由于担心可能施加了不平等的责任，该法案的表述稍有软化；确认违反法案才会被处以惩罚，同时，公司被要求维持此类会计控制，因为“审慎”人需要如此。

第 3 节　会计改革的努力

长期以来，SEC 一直推动上市公司使用会计控制系统的报告，该机构希

望审计师能对这些控制进行测试。《反海外腐败法》并没有这样做，但强制规定上市公司的商业交易必须在管理层的授权下进行，并允许按照公认会计准则（GAAP）编制财务报表。管理层被要求维持内部会计控制系统，该系统应确保公司资产计量的准确性，并定期核查，且仅对获得授权的人员开放。然而，这些标准有点含糊，公司常常感到困惑。

梅特卡夫报告

1973年，AICPA发表了由著名会计师罗伯特·特鲁布拉德（Robert Trueblood）领导的委员会编写的报告。特鲁布拉德的报告题为《财务报表的目标》（Objectives of Financial Statements），敦促会计专业人士在提供被审计公司的信息时能对投资者和债权人作出更多回应。SEC对会计师的压力不断加大，要求会计师放弃管理，并为投资者、债权人、评级机构、分析师和对公司财务报表感兴趣的任何人提供新服务，这是对SEC要求的回应。后来被证明这是一个不可能的目标。

参议员李·梅特卡夫（Lee Metcalf）1977年发表了严厉指责会计行业的一份报告，他指出，虽然八大会计师事务所被认为“公共”或“独立”，但他“几乎找不到证据证明他们服务于公众或他们实际独立于被审计公司客户的利益”。[①] 梅特卡夫批评SEC对会计行业的会计准则放松监管，指出SEC延误了会计行业的发展，因为行业标准制定由委员单一投票决定。梅特卡夫认为，该行业因利益冲突而没有尽职。

参议员认为，只要公司在财务报表的脚注中披露了使用该方法可能的效果，管理层就可以选择使用未经SEC批准的会计方法。1938年，SEC于会计系列论文第4期（Accounting Series Release No. 4）中裁定，只要对所选方法有“实质权威”的支持，就可以使用不同的会计准则。梅特卡夫声称，这种方法导致在选择GAAP财务报告时选择“最低标准”。梅特卡夫指出，会计准则缺乏统一性，将使得公司从一系列可接受的会计准则中选择标准，从而报

① Previts and Merino, *A History of Accountancy in the United States*, p. 335.

告与业务本质出现完全不同的结果。此外，“寻机性会计”允许公司报告并非完全准确描述其业务的财务结果。梅特卡夫认为，许多会计丑闻引发了一种普遍看法，即公司的财务报表没有准确地描绘公司的财务状况。在安然和几家大型电信公司倒闭后，也提出了同样的担心。

梅特卡夫的报告批评了八大会计师事务所对 AICPA、财务会计基金会（the Financial Accounting Foundation）和 FASB 的控制。该报告提出了若干建议，旨在增加政府对会计准则的控制，包括在此目的下设立一个联邦委员会。梅特卡夫报告进一步建议公司对应的会计师事务所每隔几年轮换一次，以防止会计师与审计客户的关系过于亲密。斯特德曼会计师事务所的斯特德曼（Seidman）和纽约城市大学伊扎克·沙万（Itzhak Sharav）教授也推动了这个轮换提案。梅特卡夫报告希望更多股东参与投票来选择会计师，并希望政府对独立审计师进行检查。梅特卡夫寻求对会计师事务所提供的咨询服务进行限制，并鼓励在上市公司工作的审计委员会中更多地使用外部董事。梅特卡夫的指责和建议为安然事件之后关于会计的辩论打下了基础。

跟随梅特卡夫的报告，众议员约翰·莫斯（John Moss）在众议院发起了一项法案，该法案将创建一个国家证券交易委员会会计组织（NOSECA 或 Nosy），对 SEC 管理中执业的会计师事务所进行注册和规范。这次努力虽然失败了，但国会对会计行业的攻击在继续。梅特卡夫取消不允许会计师发布广告的禁令。1978 年，AICPA 取消了这项禁令，导致会计师事务所开始大规模地做广告，SEC 主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）也抱怨会计师事务所的广告正在席卷机场。

国会对会计专业的审查在梅特卡夫的报告公布后在继续。在 1985 年和 1988 年，国会议员约翰·丁格尔（John Dingell）就会计专业的不足举行了二十次听证会。这些听证会涉及审计的有效性和部分公司的财务披露失败。听证会的重点是某些大公司在公布财务报表后立即宣布破产，该公司经过了审计师的认证，表明破产的公司处于良好的财务状况中。在数次审计失败的背景下，丁格尔检查了审计师的“公共监督职能”，并质疑审计师是否未能对其客户的不良行为进行举报。丁格尔的听证会还侧重于讨论审计师在储蓄和贷

款丑闻中的作用。听证会提出了题为“欺诈检查和披露法案”的立法建议，要求审计师更多地关注和发现欺诈行为。这项立法建议没有通过，但丁格尔将再次出现在关于安然公司的国会听证会上，他将再次对会计师进行攻击。

科恩委员会

会计行业发现自己参与到传统角色以外的新领域。会计师什么事都做，从审计吉米霍法时期的运输工会选举到认证奥斯卡奖，普华永道上述职务都承担过。第二次世界大战后，会计师事务所开始扩大其管理咨询业务，并为这些活动创建了单独的部门。这是对现有的审计和税务咨询工作的补充。管理咨询是会计师事务所的自然利基，通过他们的审计工作广泛地接触系统管理。这种服务历史悠久。1908 年，恩斯特事务所就有一个这样的咨询单元。

咨询服务成长到包括行政招聘、游说、营销、产品分析、工厂布局、精算和养老金服务、律师诉讼支持、监管机构要求的合规计划和财务管理服务等。在审计领域，会计师证明了管理层内部控制的充分性，测试了管理层用于预测的数据，评估了持续经营价值，并审查了对业务经营的预估。此外，会计师对管理系统和操作作出建议，并建立交易以实现有利的税务和财务会计目的。

在任何情况下，审计师都是管理层的仆人，而不是对手。然而，SEC 认为，审计师应对投资者忠诚，而债权人也声称审计师应该对他们负责任。1957 年，SEC 在其中一期会计系列刊物中指出：“会计师不仅对支付他们费用的客户负责，应该负责的还包括投资者、债权人和其他可能依赖经他审计的财务报表的人。”[①] 这对审计师来说是不可能的；很确信没有人会感到高兴，并且可能误导投资者相信审计师在管理层的控制下还能施展一些魔法来检测欺诈和防止管理账户操纵。

审计师责任委员会成立于 1978 年，旨在解决会计问题，它也被称为科恩

① Michael R. Young, "The Liability of Corporate Officials to Their Outside Auditor for Financial Statement Fraud," p. 2159.

委员会，以纪念其主席曼努埃尔·科恩（Manuel Cohen），他也是SEC的前主席。科恩委员会的其他成员是来自学术界、金融服务和会计行业的代表。该委员会召开了为期四年一次的会议，提交了近200页的深度报告。委员会建议上市公司的管理层向股东报告其内部会计控制的充分性。美国注册会计师协会特别咨询委员会（Special Advisory Committee to the American Institute of Certified Public Accountants）于1979年提出了类似的建议。SEC也提出了这样的规则，但后来又撤销了。

科恩委员会还审议了一些其他议题。AICPA要求委员会就独立审计师的应有职责提出建议和结论，并确定公众期望与审计师提供内容之间是否存在差距（“期望差距”）。科恩委员会认为，这种差距确实存在，并建议加强审计实践，包括定期使用同行评审。在未来几年，这种同行评审成为会计行业的公认做法。

科恩委员会还建议审计师超越规定要求发挥更广泛的作用，包括对所审查会计期间的事项进行全面审查。科恩委员会认为，审计师应对会计报表开展“气味测试”，并确保技术合规。

特雷德韦委员会

一组会计机构（包括AICPA）创建了工作小组，会计行业采纳了其1987年报告中关于独立审计委员会的概念，其中的AICPA在玫瑰碗花车游行中凭空赢得了一个奖项。该工作组正式命名为国家欺诈性财务报告委员会（National Commission on Fraudulent Financial Reporting），但更常称为特雷德韦委员会（Treadway Commission），以纪念前SEC委员小詹姆斯·特雷德韦（James Treadway Jr.）。该机构认为，需要改进上市公司的会计。特雷德韦委员会希望审计师采用基于风险的方法来监测欺诈，聚焦于高风险领域的审计。

特雷德韦委员会建议SEC规则应要求上市公司在年度报告中向股东提供由首席执行官和首席财务官签署的管理报告。建议管理报告确认管理层对财务报表和内部财务控制负有责任，并提供管理层对公司内部控制有效性的评估。1988年，SEC提出了一项规定，要求提出有关内部控制的管理报告。该

建议在 1992 年遭到了工业界的强烈反对后取消。AICPA 根据梅特卡夫报告和对会计专业的其他批评在 AICPA 中组建了公众监督委员会（POB），该委员会也建议应形成关于会计控制的管理报告，但它也陷入争议。安然击败了反对者。

特雷德韦委员会指出，会计师拒绝对他们审计的财务报表负责。在这方面，委员会认识到要将责任重点放在公司经理身上，认为他们才是公司财务报表的主要责任人。委员会总结说，上市公司管理层中的“上层口风”是确保财务报表完整性的关键因素。这当然是一个事实，但也反映了 SEC 全面披露体系的主要缺陷。管理层控制财务报表，并且管理层有动机去操纵这些账户，从而报告最有利于管理层的结果。这种动机的形式通常是价值数百万美元的股票期权补偿。

尽管特雷德韦委员会专注于管理层责任，但是公众对财务报表和会计准则关注的“期望差距正在扩大，这种差距是公众对审计师角色看法与审计师实际角色之间的差距”。[①] SEC 一直坚称审计师将向投资者保证上市公司信息会充分披露，这种虚假的说法使上述差距不断扩大。正如 SEC 清楚知晓的，越来越长的审计失败清单一次又一次证明审计师们在管理层控制的复杂会计系统中无法检测或防止出现欺诈。AICPA 试图纠正这种误解，但完全失败了。会计行业只能在其审计证明中包括“财务报表是公司管理层责任”的声明，而审计师的责任仅仅是“按照我们的审计表达对这些财务报表的意见”。[②]

关于审计师作用的争议的另一方面情况是，一些审计客户已经习惯将反对管理层会计实践的审计师解雇。然后，客户再寻找一位同意管理层意见的审计师。考虑到审计标准的松散型以及 GAAP 的灵活性和复杂性，客户寻找新的审计师通常不是一件难事。SEC 试图阻止这种做法，要求公司在更改审计师时立即通过表格 8 - K 通知 SEC，以便暴露冲突问题并使管理层蒙羞。但管理层没有感到羞愧，他们只是声称，解雇是因为一些不相关的问题，如服

---

① Michael R. Young, "The Liability of Corporate Officials to Their Outside Auditor for Financial Statement Fraud," p. 2159.

② *United States v. Simon*, 425 F. 2d 796 (2d Cir. 1969), *cert. denied*, 397 U. S. 1006 (1970).

务不佳或收费问题。

财务丑闻腐蚀了会计师

投资者遭受损失后，会计师事务所面临着充满敌意的氛围。正如将要看到的，安达信因为审计失败成为了好几个诉讼的对象。1970 年之前，作为八大会计师事务所之一的普华永道在审计方面只被起诉了三次。五年后，这个数字升到了四十多起诉讼。皮特·马威克·米切尔事务所在 1965 年之前没有被诉讼过。但十年后，该会计师事务所被起诉了一百多次。对会计师事务所提起诉讼的数量从 1970 年的 71 起增加到 1972 年的 200 起。

永道·罗斯事务所（Lybrand Ross&Co.）的三名会计师被发现在 20 世纪 60 年代对大陆自动售货机公司（Continental Vending Machine Co.）的虚假和具有误导性的财务报表进行了认证。该公司的总裁哈罗德·罗斯（Harold Roth）在股票市场上投资了 350 万美元，资金来源于大陆集团向其一家关联公司——峡谷商业公司（Valley Commercial Corporation）提供的贷款，然后再转给罗斯。罗斯在投机失败后无法偿还贷款。大陆集团的审计师永道·罗斯兄弟·蒙哥马利事务所（Lybrand，Ross Brothers & Montgomery）同意，如果罗斯向峡谷商业公司提供 350 万美元的抵押品，会计公司就不必审计峡谷商业公司的账务。罗斯提供的抵押品包括大陆集团价值 290 万美元的自有证券。审计师要求大陆集团在其财务报表的脚注中披露贷款，但详细信息没有提供。

在罗斯贷款违约后，政府对永道·罗斯兄弟·蒙哥马利事务所（Lybrand，Ross Brothers & Montgomery）的三名合伙人卡尔·西蒙（Carl J. Simon）、罗伯特·凯泽（Robert H. Kaiser）和梅尔文·菲什曼（Melvin S. Fishman）进行了刑事指控。在审判时，专家们作证说，审计师遵循了普遍接受的会计原则，一审未宣判。在重审时，三名合伙人被裁定犯串谋诈骗及邮件诈骗罪。审判法官向陪审团明示，认为会计师需要对经认定的财务报表负责，即便报表没有准确描述公司财务状况且是根据 GAAP 编制。这是 70 多年来一家大型会计师事务所合伙人的第一次遭到刑事指控。第二巡回法院坚持了这一判决，最高法院驳回了复审，但是这些会计师后来被理查德·尼克松

(Richard Nixon) 总统赦免。

1973 年，股权投资基金公司 (Equity Funding Corp.) 的崩溃揭示了大量账户的高估。这种欺诈方式包括使用虚拟账户，将资金运往外国壳公司，再回输股权投资基金公司以提升公司财务状况。公司审计师忽略了金融分析师雷蒙德·迪尔克斯 (Raymond Dirks) 关于公司账户具有欺诈性的警告。斯特德曼会计师事务所的三个成员因在股权投资基金公司的审计工作被判犯有刑事犯罪。灾祸发生后 110 起集体诉讼被提起。斯特德曼还有其他更严重的问题，其另一个审计客户被发现存在"大规模"会计欺诈问题，1970 年至 1975 年，森科公司管理层人为提高了其医疗/健康部门的库存，以提高公司股价。股价上涨使得公司能够购买其他公司。管理层使用虚假的库存估值来诱使保险公司为库存损失或毁损支付过高的索赔。"因此，参与欺诈的人并不像通常企业欺诈案中那样从公司偷窃，而是以牺牲外部人员为代价来使公司（和他们自己）获利，如森科公司购买价格上涨的股票，银行向森科贷款，保险公司再为其库存保险。"[①] 这种欺诈行为被揭露后，森科的股价下跌了 75%。森科在斯特德曼的总投资中占了很大一部分。结果导致了公司和会计师事务所之间进行诉讼和反诉讼，似乎会计师事务所占了上风。斯特德曼会计师事务所同意支付 350 万美元，以处理针对其进行的集体诉讼，然后再向森科追讨该笔款项。

1973 年韦斯证券经纪公司 (Weis Securities) 的倒闭导致更多的指向审计师责任的索赔。该经纪公司拥有 5.5 万名客户和 30 家分支机构。韦斯的五位高管被指控伪造账簿和记录，以推动公司自身股票的公开发行。私人的诉讼当事人向韦斯的审计师德勤·罗斯提出了诉讼，因为他们没有发现这种欺诈行为。[②] 案件诉讼到了最高法院，该法院认为，《联邦证券法》中的记录保存要求不支持对会计师事务所采取此种行动。[③] 裁决成为了会计行业的胜利，但

---

① *Cenco, Inc. v. Seidman & Seidman*, 686 F.2d 449, 454 (7th Cir.), cert. denied, 459 U.S. 880 (1982).

② *Resnick v. Touche Ross & Co.*, 470 F. Supp. 1020 (S.D.N.Y. 1979).

③ *Touche Ross & Co. v. Redington*, 442 U.S. 560 (1979).

这并没有阻止针对会计师日益增长的诉讼潮。1976 年 SEC 对安派克斯公司（Ampex Corp.）和巨人存储公司（Giant Stores Corp.）的审计失败进行纪律处分时，德勤·罗斯事务所成为了主要对象。该会计事务所的三个合伙人——埃德温·赫夫特（Edwin Heft）、詹姆斯·林奇（James M. Lynch）和阿明·弗兰克（Armin Frankel）——也成为了被告。德勤·罗斯质疑 SEC 在该程序中没有对会计师实施纪律处分的权力，但第二巡回上诉法院驳回了这一说法。德勤·罗斯最后与 SEC 达成和解，接受了谴责并同意对其审计程序进行同行审查。

SEC 因为 20 世纪 80 年代对萨文公司（Savin Corporation）的审计失败，起诉了永道会计师事务所的会计师大卫·切克罗斯基（David Checkosky）和诺曼·奥尔德里奇（Norman Aldrich）。他们允许萨文公司将研发成本列为“启动”成本，故按照 GAAP 的要求可以递延而非立即确认。哥伦比亚特区巡回上诉法院两次压下了 SEC，并最终驳回了它，因为 SEC 没有阐明会计师在对审计失败负责时，需要知情（意向度）的标准是什么。这对 SEC 而言非常尴尬，但 SEC 就此彻底修改了规则，涵盖了从故意、鲁莽到疏忽的所有情况。

恩斯特·惠尼（Ernst & Whinney）因 1980 年至 1981 年对美国外科缝合设备制造商美国外科公司（United States Surgical Corp.）的审计失败成为了 SEC 的纪律处分对象。该公司夸大收入，以抵消费用增加的影响，除其他外，对竞争对手也在采取法律行动。SEC 行政法法官发现，恩斯特·惠尼（Ernst & Whinney）没有履行其审计义务，故暂停该公司在纽约地区接收新审计业务四十五天。最高法院支持因安永（Ernst & Young，后来的阿瑟尔·永（Arthur Young）对 Co - Op（合作社）的审计失败维持 610 万美元罚款的判决，Co - Op 合作社）是一家于 1984 年破产的农业公司，其向 1 600 名投资者出售共计 1 000 万美元债券违约。

ZZZZ 最好公司（ZZZZ Best）的破产在 20 世纪 80 年代导致了另一个会计丑闻。该公司由巴利·明克（Barry Minkow）领导，巴利·明克是一个魔鬼企业家，他在二十一岁时在父母的车库里开办了地毯清洁业务，并将其发展为一家 2 亿美元的上市公司。像 20 世纪 90 年代的网络公司一样，ZZZZ 最好公

司的股票成为了热点。其首次发售价格从每股4美元抬升到18美元的高点。明克声称ZZZZ最好公司是美国最大的地毯清洁商。事实上，他的商业帝国是基于收入的虚增，以此来抬高公司的股票。除此之外，ZZZZ最好公司还声称拥有很多清洁合同，但这些合同对应的建筑物并不存在。ZZZZ最好公司发现明克是一个骗子，使用公司来洗钱并从事有组织犯罪时，ZZZZ最好公司倒闭了。明克服刑了七年。他在释放后成为了关于白领犯罪的顾问，偶尔出现在电视上对这些事情发表评论，其中包括玛莎·斯图尔特对司法指控的阻挠。

ZZZZ最好公司由恩斯特·惠尼会计师事务所审计。该事务所在发现了700万美元的欺诈合同后请辞，并拒绝对该公司1987年财年的财务报表进行认证。之后，ZZZZ最好公司错误地告知SEC和公众，恩斯特·惠尼会计师事务所的请辞并非由于对会计政策持有不同意见。恩斯特·惠尼会计师事务所认为自己受到客户机密性限制的约束，在一定时间内并没有纠正这个声明。这一事件最终导致立法要求审计师应对他们的客户吹哨禁止。会计师事务所成为了集体诉讼中的目标，即使它从来没有对ZZZZ最好公司的财务报表进行过任何认证。

储蓄贷款危机

会计行业更大的灾难发生在20世纪80年代的储蓄贷款机构（S&L）倒闭，首先，当时的监管控制几乎破坏了这些机构，之后又通过对一些可疑的会计实践进行认可打开了一扇欺诈大门。1981年至1983年，大约有435家储蓄贷款机构（S&Ls）倒闭。为了支撑这个倒塌的行业，联邦住房贷款银行委员会（FHLBB）减少了资本准备金要求并“开发了新的监管会计原则（RAP）在确保其遵守资本要求的情况下取代GAAP”[①]。RAP的使用产生了一些微弱影响。最高法院引用国会委员会的话说，“‘各种会计花招的使用和降低资本标准掩盖了行业日益恶化的财务状况……并使许多孱弱的机构能够继续运作，但准备金并不足以吸收未来的损失。’所需资本储备的减少还使得储

---

① *United States v. Winstar Corp.*, 518 U. S. 839, 846 (1996).

蓄机构能在不增加资本基础的基础上迅速成长，同时放松管制使它们将业务扩张到新的（通常也是风险较大的）投资领域。"①

RAP 允许储蓄贷款机构以低于市场收益率出售资产的损失被“延迟”确认；允许使用国会授权的收入资本证实书代替实际资本……允许 FSLIC 成员计算净负债时扣除某些反补贴账户，包括正在处理的贷款，未到期折扣以及递延费用和信贷；并允许净值证书、符合条件的次级债券、经评估的股本资本作为 RAP 净值。这些“会计花招”导致 1984 年的储贷机构的 RAP 和 GAAP 净值之间差额达 90 亿美元，这意味着“行业的资本头寸，或者……其损失吸收能力被夸大了 90 亿美元。”只有安然及其他丑闻能与政府发起的这种大规模账户操纵相匹敌。②

为保护联邦储蓄和贷款保险公司（FSLIC）的保险基金，FHLBB 设法通过较为宽松的会计处理鼓励健康机构与不合格机构之间进行合并。根据 GAAP 进行合并时，允许收购公司将商誉（向被收购公司支付的超出其实际资产的部分）确认为资产。③ FHLBB 允许在收购储蓄贷款机构时使用此方法。“与 GAAP 不同的是，收购储蓄贷款机构时允许在收购后的最初几年里以产生账面利润的方式使用商誉。"④ FHLBB 还允许将商誉计为储备金要求和监管净值资产，而这些资产通常是需要一些实在和流动性强的资产。这种“监督商誉”允许通过收购储蓄贷款机构来提高自身的杠杆率，而这个结果正是储备金要求所限制的。

随着危机加剧，国会通过法规来制止被 FHLBB 允许的监管商誉的使用。在收购破产的储蓄贷款机构时，这种破产立法或对依赖于该会计处理方法的公司造成较大损失。当公司在执行新要求时，因为违反了监管资本要求，其中一些公司被查封和清算。这些机构起诉声称它们进行这种会计处理时获得了政府的同意。⑤ 最高法院同意，让政府承担大约 300 亿美元的责任。由于这

---

① *United States v. Winstar Corp.*, 518 U. S. 839, 846 (1996).

② *United States v. Winstar Corp.*, 518 U. S. 839, 846 (1996).

③ *United States v. Winstar Corp.*, 518 U. S. 839, 846 (1996).

④ *United States v. Winstar Corp.*, 518 U. S. 839, 846 (1996).

⑤ *United States v. Winstar Corp.*, 518 U. S. 839, 846 (1996).

项法令，受雷德·佩雷尔曼（Rider Perelman）控制的金州国家银行（Golden State Bancorp）提出9.08亿美元的损失索赔。他通过出售诉讼参与证书来证明这种说法，该证书使得投资者能对诉讼收益提出索赔要求。大约120家储蓄贷款机构提出了类似诉讼，声称由于政府对会计准则的改变造成了损害。被花旗集团收购的格伦代尔联邦银行（Glendale Federal Bank FSB）在诉讼中获得了3.81亿美元的损害赔偿，但另外5.28亿美元的"归还"要求被拒绝。当与金州国家银行（Golden State Bancorp Inc.）合并时，3.18亿美元支付给了"诉讼追踪认股权证"的持有者，该权证先前向格伦代尔可换股票据的持有人发行。每个认股权证持有人将从3.81亿美元中收到0.02份花旗集团的股票和67美分现金。

在储蓄贷款危机期间，政府的法规被放宽，允许扩大投资以提供更大的回报。如前SEC委员会主席理查德·布里登（Richard Breeden）指出：

> 当储蓄行业在经济上无力偿付时……FHLBB会鼓励行业摆脱发展问题，希望通过对高收益资产积累形成的增长抵消现有抵押资产损失。通过大幅降低资本金要求，并继续向经济上无力偿付的机构提供低价格的联邦存款保险，监管机构为储蓄机构所有者提供了一切激励，用纳税人的钱来投机，以此促进增长。这一政策除导致储蓄行业吸引了更多的欺诈者参与外，还导致毁灭性的扩张，大大增加了政府的最终损失。①

在没有接受市场纪律约束前，储蓄贷款机构的高管认为他们可以使用政府保险基金来获得高额回报，使他们像大亨一样享受游艇、喷气机、豪宅、昂贵的艺术品和其他行政必需品。储蓄贷款机构的资金被用于诸如像为期两周的法国烹饪之旅、14.8万美元的圣诞派对和招妓服务等。一名储蓄贷款机构员工花了100万美元进行房屋的翻新，但其工资仅为4.8万美元。投机性投资包括"垃圾换现金"，即从储蓄贷款机构高管处购买毫无价值的资产。一些参议员的服务（臭名昭著的"基廷五人组"，其中包括现在的改革家参议员

---

① Richard C. Breeden, "Thumbs on the Scale," p. 71.

约翰·麦凯恩）也被购买了，以防止存款保险计划中有任何改革。20 世纪 80 年代储蓄贷款失败的账单于 90 年代到期。对纳税人总账单的预测从不及 900 亿美元到 1 万亿美元不等。事实上，成本估计也好不到哪去，财政部的实际总成本定在 900 亿~2 000 亿美元。①

大多数倒闭的大型储蓄贷款机构是具有经审计财务报表的上市公司，但完全披露不能检查其滥用行为。SEC 确实要求一家储蓄贷款机构重新填报财务报表，这导致该机构报告了 1.07 亿美元的损失。需要重新报告的原因是 SEC 不同意安达信会计师事务所对某些交易的会计处理。股东针对会计师事务所的诉讼被驳回。根据《联邦证券法》的全面披露并不能制止储蓄贷款危机的发生，但会计师事务所成为它们倒闭的替罪羊。在安然及之后的会计失败中经常被引用的一个段落是，美国证券交易委员会执法部门前负责人、联邦地方法院法官斯坦利·斯波金（Stanley Sporkin），对一个涉及倒闭的储蓄贷款机构的诉讼表示遗憾："会计师和律师……在哪里?"……"所有的专业人才（包括会计和律师）"为什么没有一个专业人员吹响"制止的口哨，停止滥用情况发生"。② 仅 1992 年一年，因为储蓄贷款危机引发的诉讼，会计师事务所就花费了 8 亿美元的法律费用来辩护。安永支付了 4 亿美元、安达信支付了 7 900 万美元、德勤支付了 3.12 亿美元、毕马威支付了 1.86 亿美元来解决问题。

其他会计失败

诸如国际信贷商业银行（BCCI）等银行倒闭都指责审计师。该银行后来被发现是一个巨型犯罪集团，银行监管机构允许其在全球范围内经营。在它倒闭的时候，BCCI 是世界上第七大私营银行。它拥有 400 多个办事处和 130 万名客户。几位总统的顾问、前国防部部长克拉克·克利福德（Clark Clifford）和琳达·卡特（Linda Carter，出演《神奇女侠》的电视演员）的丈夫罗伯特·奥特曼（Robert Altman）被指控在协助 BCCI 通过稻草人策略收购了

① Jim Powell, FDR's Folly: *How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Depression*, p. 57.

② *Lincoln Savings and Loan Association v. Wall*, 743 F. Supp. 901, 920 (D. D. C. 1990).

美国银行。政府的这一行动没有经过足够考虑。克利福德因为健康原因不能被审判，纽约州法院经过长时间的审判后奥特曼被判无罪。克利福德和奥特曼同意支付银行监管机构提出的总额 500 万美元来解决诉讼，他们也被禁止从事银行业务。

会计师没有解开俄克拉荷马州的宾夕法尼亚广场银行（Penn Square Bank）的骗局，该银行向其他银行出售了 25 亿美元的贷款参与份额。宾夕法尼亚广场银行的倒闭引发了一场全国性的危机。联邦存款保险公司（FDIC）起诉宾夕法尼亚广场银行的审计师皮特·马威克，因为其未能检测到该银行的贷款违规行为，以及在该银行倒闭前四个月还验证了该银行的财务报表。据报道，这个案件通过 1 800 万美元得到解决。股东和其他总额超 4 亿美元的诉讼也由会计师事务所来解决，但具体数额没有披露。

芝加哥大陆银行（Continental Bank in Chicago）也是受害者，它有自己的审计师来审核宾夕法尼亚广场银行贷款；实际上是被政府在救援中通过承诺数十亿美元的政府资金而国有化。该银行是安德鲁·法斯托开始业务的地方。大陆银行的审计师恩斯特·惠尼（Ernst & Whinney）被陪审团裁定不承担责任，一些股东指控其对银行的问题提出警告。集体诉讼也被驳回了。

20 世纪 90 年代崩溃之前的会计失败案例太多以致无法编辑统计，但电子商店疯狂的埃迪（Crazy Eddie）在发现存在 4 500 万美元电子产品的库存短缺后倒闭了。其创始人埃迪·安塔尔（Eddie Antar）从以色列引渡后被监禁，他在以色列试图逃避起诉。债务收集机构塔金融公司（Towers Financial Corp.），被证明是当时最大的庞氏骗局计划，使得投资者损失了 4.6 亿美元。它由《纽约邮报》的前出版商史蒂文·霍芬伯格（Steven Hoffenberg）控制，其被判处二十年监禁。约翰·霍尔（John Hall）将该公司改名为葵力思护理（Qualis Care），然后他继续掠夺公司的剩余资产。霍尔先前曾因向小型企业管理局（Small Business Administration）虚假陈述而被定罪；他向 FDIC 支付了 10 万美元的罚款，来解决他滥用加利福尼亚州第一城市银行资金的指控；他解决了 SEC 对他从一个货币市场基金偷走 210 万美元的指控。波利·派克国际公司（Polly Peck International，PLC）是又一个审计失败案例。该公司首席执行

官阿西尔·纳迪尔（Asil Nadir）在伦敦被指控从公司窃取了 4 700 万美元。他用 550 万美元进行了保释，但逃到塞浦路斯以避免起诉。债权人在破产程序中只收到 3 美分的补偿。

负债增加

会计公司偶尔的胜诉对阻止越来越多的诉讼没有什么作用。每当上市公司出现财务困难时，审计师都会被起诉。兰文萨尔（Laventhal & Horwath）是美国第七大会计师事务所，拥有 350 个合作伙伴，其由于储蓄贷款危机和其他审计失败所引起的诉讼索赔和花费，在 1990 年宣布破产。在其申请破产程序时，该会计公司正面临一百多件诉讼，要求的损害赔偿超过 20 亿美元。其审计失败案例之一是 PTL，PTL 是吉姆·巴克尔和泰米·菲·巴克尔（Jim and Tammy Faye Bakker）的福音派基督教部。吉姆·巴克尔在 1989 年定罪后被送进监狱，他骗取了 116 000 名购买美国遗产（Heritage USA）股票的投资者 1.58 亿美元，美国遗产（Heritage USA）对教堂成员来说是一个度假点和居留地。除了这些外，还用 265 000 美元的教会资金收买教会秘书杰西卡·哈恩（Jessica Hahn）保持沉默，并与她保持性关系。据报道，PTL 的会计师兰文萨尔管理了一个秘密基金，该基金向巴克支付超过 200 万美元的薪酬和奖金。

"六大（会计）公司提供的数据显示，1992 年末这些公司的潜在负债高达惊人的 300 亿美元，平均每个合作伙伴背负大约 380 万美元。与此同时，新闻头条不仅宣传了陪审团的特别裁决，同时也宣布了特别的和解方式。安永会计师事务所与联邦政府达成了 4 亿美元的和解协议（超过了其对储贷机构的审计），这则新闻出现在了《纽约时报》首页的显著位置。"永道会计师事务所遭到了英国政府的谴责，因为对罗伯特·麦克斯韦尔英语出版公司（Robert Maxwell's English Publishing Companies）的审计还不得不支付 500 万美元。当麦克斯韦尔从他的游艇上消失并被发现其尸体漂浮在地中海时，对该公司的审计便失败了。调查显示，麦克斯韦尔一直掏空雇员养老基金，以维持他的帝国运转和保持奢华生活。英国贸易和工业部在关于麦克斯韦尔盗用

资金的报告中严厉批评了永道会计师事务所的审计工作。在调查过程中，政府发现了永道会计师事务所的高级合伙人写了一份说明，将会计师事务所作为独立会计师的作用描述如下："首要要求就是罗伯特·麦克斯韦尔，他的儿子和雇员在需要或要求满足相关需求时随时待命。"[①]

永道会计师事务所也因其他审计失败而受到攻击。它解决了因对巴林银行（Barings Bank）审计而产生的索赔，巴林银行是一家拥有300年历史的机构，该机构雇佣的27岁新加坡交易员尼古拉斯·莱森（Nicholas Leeson）未经授权开展交易使该机构受到毁灭性损害。莱森的交易导致巴林银行损失超过10亿美元。未能发现在审计客户的结构操作中的流氓交易者，这对审计师而言是新的危险。在莱森的例子中，他的经理不理解交易的实际操作，允许他同时控制导致损失的交易实务和交易处理。这一安排使得莱森可能隐藏损失，直到损失大到能使银行被摧毁或几近摧毁：银行最后被卖了1英镑。据报道，永道会计师事务所同意支付9 500万美元来解决涉及其银行审计工作的索赔。

永道会计师事务所是一家折扣连锁药店法莫公司（Phar－Mor Inc.）的审计师，该公司在1992年宣布破产后，被发现在其资产负债表中包含了5亿美元的假冒库存。该公司被迫关闭200家店铺，裁员17 000人，裁掉的工作岗位是安然的三倍。总裁迈克尔·莫纳斯（Michael Monus）被判处20年徒刑。法莫的首席财务官帕特里克·芬（Patrick Finn）同意作证指控莫纳斯，他被判处了三十三个月有期徒刑。匹兹堡的陪审团认为永道会计师事务所对未能发现大规模欺诈负有责任。早些时候，永道会计师事务所被卷入一个涉及迷你斯库阿伯公司（Miniscribe Corp.）的丑闻，其在被发现向客户运送砖块而非磁盘来虚增销售量后，于1990年破产。永道会计师事务所和其他被告在德克萨斯州的加尔文斯顿（Galveston）被陪审团判决有罪，他们向购买了1 800万美元迷你斯库阿伯债券的投资者支付了3 800万美元赔偿金和5.3亿美元的惩罚性损害赔偿。永道会计师事务所同意支付5 000万美元以承担判决认为应

① John Plender, "Tame Pussies, Watchdogs and Siamese Twins: Broker Abacus Needs Attention," *Financial Times (London)*, April 8, 2002.

承担的部分责任。法兰克·夸特罗（Frank Quattrone）作为见证人也因为阻碍司法而被定罪。

皮特·马威克继续遇到问题。皮特·马威克是加利福尼亚州奥兰治县的审计师，由于当选财务主管罗伯特·希特伦（Robert Citron）从20世纪90年代开始从事高风险交易活动，该县最终破产。这是历史上最大的市政破产案。该县从希特伦的交易中损失了15亿美元，其中平均每个居民损失约1 000美元。皮特·马威克因为未能从希特伦的交易中发现风险暴露，所以支付了7 500万美元来解决索赔。当然，事情可能会更糟。美林公司解决了奥兰治县的索赔，它不正确地接受了希特伦令人惊讶的4亿美元订单。奥兰治县的律师事务所勒伯夫（LeBoeuf）、拉姆（Lamb）、格林和麦克雷可（Greene & McRae）因为没有防止本县财务官从事高风险的交易，所以同意支付4 500万美元。这似乎很古怪，因为希特伦的选举对手声称该县的高回报率只能来自高风险交易。

最高法院进一步印证了审计师在亚瑟·杨的案例中对投资者和债权人负有责任：

> 独立审计师通过对描述公司财务状况的公开报告进行验证，承担了超越与客户雇佣关系的公共责任。承担这项特别职能的独立公众会计师对公司的债权人、股东以及投资大众都保有最终效忠。这种“公共监督”功能要求会计师始终保持与客户的完全独立性，并完全忠实于公众。为与注册会计师对客户财务报表的解释相隔离，会计师作为负有公共义务的无利害关系人的重要作用将被忽略。①

对会计师作用的误解欺骗了毫无戒心的公众，SEC和最高法院现在保证，审计师保证能根据《联邦证券法》进行充分披露，从而保护公众的投资。

审计师的责任在一定程度上受到最高法院裁决的限制，该裁决涉及图什·罗斯（Touche Ross）对韦斯证券（Weis Securities）的审计。在此案例

① *Arthur Young & Co.*, 465 U.S. at 818.

中，最高法院认为SEC对违反记账和记录要求没有私人行动权。[①] 最高法院在恩斯特事务所诉霍克菲尔德（Hochfelder）[②] 案中对SEC反对意见强加的主观要求意味着必须存在欺诈意图，以便根据SEC规则10b－5针对审计师和其他人采取行动。这个意图要求增加了对会计责任的保护，因为他们的失败通常最多是由于疏忽，而不是主观欺骗。恩斯特案例中也在寻找会计师责任，理由是没有发现公司总裁对客户进行欺诈的会计控制系统中存在缺陷。下级法院后来认为，审计师在准备和证明他们对虚假财务报表不知晓时，需要有必要的主观意图。另一个最高法院的裁决放弃了关于协助和教唆责任，这是根据规则10b－5为失败审计寻求会计师损害赔偿的依据。[③] 最高法院对会计师提供了进一步援助，其不允许在联邦诉棍和《1970年腐败组织法》（RICO）影响下提出索赔要求，《1970年腐败组织法》（RICO）已通过，旨在对有组织犯罪实施严厉制裁，而不是温和的会计师。[④]

最高法院的这些行动尽管有所帮助，但也不能阻止对会计师事务所的诉讼潮发生。安达信在1992年发表了一份题为“美国的责任危机：对会计职业的影响”的报告，这是一份立场声明。它引用了会计行业日益增长的危机，因为失望的投资者对其不断诉讼。同时，会计行业也正在采取行动，按照科恩委员会建议的做法，通过建立同行对其审计的评审来应对批评。甚至在该建议之前，这种同行评审已经被一些会计师事务所采用；有时这些审查也成为SEC和解的一部分。

起初，同行评审由来自几家公司的团队组成，但这种安排被证明并不方便。1976年，普华永道使用德勤·哈金斯进行同行评审，这种一对一评审成为行业的典范。这种同行评审要求审计师至少每三年审查对方的工作，以遏制不当做法或对客户的不利影响。同行评审包括审查实践和质量控制体系。

然而，同行评审并没有使亚瑟·安德森走出困境。在安然问题被新闻界

---

① *Touche Ross & Co.*, 442 U.S. 560.

② *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976).

③ *Central Bank v. First Interstate Bank, N.A.*, 511 U.S. 164 (1994).

④ *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990).

获知之前几个月，德勤公司还为其提供了一份无保留意见的健康账单。无论如何，即使在安然事件之前，同行审查也不能满足批评者的要求，他们要求建立一个独立的会计监督委员会，即由政府控制的委员会。POB 由 AICPA 于 1977 年创建来负责同行评审过程。POB 由一个有五名成员组成的董事会来管理，其中包括非会员、行业专业人士。POB 在会计行业审查委员会中的作用是成功的。

关于独立性的争论

SEC 的全面披露制度取决于“独立”的公共会计师的诚信。SEC 指出：

> 投资者对公开可用财务信息完整性的信心是证券市场的基石。资本的形成取决于投资者投资上市公司证券的意愿。投资者越有意愿投资，证券定价越高效，发行人披露的财务信息的可靠性就越高。《联邦证券法》规定，这种保证来自获知财务信息已经由专业胜任及客观的审计师严格审查。[①]

为了确保审计的客观性，SEC 要求会计师独立于被审计公司的管理。有趣的是，SEC 最初采取行动削弱了这种独立性。在将《1933 年证券法》的管理权转交给证券交易委员会之前，联邦贸易委员会通过了关于审计师独立性的规定，禁止上市公司的审计师与审计客户存在“任何利益”。SEC 在成立后不久就将该标准改为“实质性利益”。

到 1940 年，SEC 正在要求会计行业使用规则来确保审计师更强的独立性，但效果不大。这是一个不可能实现的梦想，因为审计师为管理层工作并由管理层支付报酬，这是 SEC 所忽略的事实。1972 年，SEC 公布了一个会计系列发布（Accounting Series Release），重点关注当审计公司提供管理咨询时审计师的独立性。SEC 担心这种咨询可能会削弱独立性，但总体上允许这样的活动。会计师进入了这方面和其他领域的咨询。

---

① Securities and Exchange Commission, “Revision of Auditor Independence Requirement,” Securities Exchange Act Release No. 43602.

会计师事务所之间相互合并，导致国内和国际的会计师事务所规模不断扩大，并扩展形成了国际网络。八大事务所成为了五大。20世纪末，这些幸存者包括普华永道、安永、毕马威（KPMG，使用Klynveld Peat Marwick Goerdeler首字母缩写的合并）、德勤、安达信。如果1998年安永与毕马威之间的合并没有事变，甚至在安达信倒闭前，五大会计师事务所就变成了四大。五大公司中最大的公司是普华永道。一些中型会计师事务所仍然存在，包括均富（Grant Thornton）和德豪（BDO Seidman）。

这些会计师事务所巨头提供法律咨询以及其他服务。事实上，到20世纪末，会计师事务所发现自己已被列入最大的国际律师事务所。普华永道（Landwell，Pricewaterhouse Coopers）在2001年末被评为世界第三大律师事务所。安达信的法律服务公司排名第五，毕马威排名第七。安永公司通过收购亚特兰大金斯伯丁律师事务所（King & Spalding）的华盛顿特区办公室，创建了自己的律师事务所。这些和其他服务的扩张引起了人们担心，审计师对他们正在审计同时又进行咨询的公司失去了独立性。

在SEC处理独立性问题的压力下，AICPA于1997年5月成立了独立标准委员会（ISB）。ISB致力于制定确保审计师独立性的规则。AICPA和SEC在董事会的构成上形成妥协。这种妥协导致会计专业的四个人（三个来自五大，一个来自AICPA）和四个独立于会计师的其他人组成的董事会，任何一方都有否决权。

AICPA承受SEC的压力来收紧标准。尽管行业研究表明，没有合理的基础或证据支持这样的要求，但SEC主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）试图为财务会计基金会（其控制了FASB）创建一个新的受托人委员会，其大多数成员来自会计业。莱维特还希望被选入理事会的人员获得SEC的批准。批准提案被拒绝了，但是在基金会的董事会构成上已经达成妥协。这一妥协导致董事会有五十五个分组，但在标准制定过程中仍然陷入不确定性。

另一个问题是会计师向自己的客户进行投资。FASB禁止对审计客户进行实质性投资，但实质性的标准被界定得很狭隘，导致大量投资被允许。SEC要求审计师在其审计客户中不拥有股票，以确保独立性。如果执行这条规则，

会使大多数大型会计师事务所的成员退出股市。直到20世纪末，SEC对普华永道的调查发现，该公司的合作伙伴和员工违反了该规则超过8 000次。该公司前四十三位合伙人中有三十一位拥有审计客户的股票。因为上述行为，普华永道受到SEC的审查，导致五个合作伙伴被迫辞职，在开展了独立的内部审查后，该公司采取行动来加强独立行合规程序。但这些改革没有终止SEC的关注。2002年1月，SEC指控毕马威对其审计的一家投资公司不当投资2 500万美元。毕马威因这一行为受到谴责。

咨询业务在会计行业中继续增长。合并和收购以及其他非审计工作成为一个有利可图的领域。到1992年，在大公司中非审计收入超过了审计收入。1993年，这些会计师事务所从管理咨询中获得了大约1/3的收入。到20世纪末，这一数字增加到51%，而审计费用则在1998年下降到收入的31%。标准普尔500指数中的公司在2000年为非审计服务向审计师支付了37亿美元。相比之下，这些公司只支付了12亿美元的审计费用。到1990年，安达信的咨询服务几乎占公司收入的一半。

责任和法律成本，更不用说诉讼带来的声誉风险和因为审计服务接受SEC的纪律处分，使得重心越来越放在了其他服务上。审计工作只不过是获取相关情况以获得有利可图的咨询服务的入口。到安然公司解散时，会计师事务所的咨询业务已经产生了70%以上的收入。①

其他咨询问题

安达信于1989年创建了安达信咨询公司，其作为公司的一个单独部门。这种服务分离立即伴随着令人震惊的事实，几百名安达信咨询合作伙伴和高级工作人员辞去了他们的注册会计师职务。那个曾经骄傲的专业荣誉和技能标志现在被认为是不必要的负担。咨询服务的分隔逐渐扩散到其他会计公司，但它们作为独立单位，有时会被卖给投资者。普华永道同意以35亿美元向IBM出售其审计和咨询业务。毕马威最初将其咨询业务的股权出售给思科公

① Brewster，*Vnaccountable*，p. 11.

司，此后又通过公开发行募集了20亿美元，剥离了咨询业务。毕马威咨询集团更名为毕博咨询公司（Bearing Point Inc.）。德勤咨询公司宣布与德勤会计师事务所（Deloitte Touche）的会计师业务脱钩，但后来在2003年，又同意将两项业务关联在一起。安永于2000年2月向法国公司凯捷公司（Cap Gemini SA）出售其咨询业务，总额为113亿美元。致同（Grant Thornton）出售了其电子商务咨询业务。

在这些分拆之前，咨询服务作用的增加为SEC敲响了警钟，SEC决定修改审计师独立性规则。同时，SEC也注意到会计行业的不断变化，总结认为会计师事务所不是警察，随着非审计服务收入的增加，会计公司变成了主要的商业咨询服务公司。会计师事务所正在与审计客户建立业务关系，如战略联盟、联合营销安排和合资企业，并向包括审计客户在内的其他人提供部分业务的股权。审计客户在高层管理职位中越来越多地聘用会计公司合作伙伴、专业人员和他们的配偶。

SEC采用了一些规则来反映这些变化。除其他外，这些规则澄清了审计师在该种情况下如何保持独立性，如审计师或其家庭成员在审计客户中有投资、审计师或其家庭成员与审计客户之间存在雇佣关系和会计公司向客户提供的服务范围。这些规则明确了可能损害审计师独立性的某些非审计服务。SEC规则制定了四个广泛的标准，用于衡量活动是否会削弱审计师的独立性。例如，担任审计客户或执行外包管理职责的辩护人会引起对审计师独立性受损的担忧。决定非审计服务是否会削弱独立性的标准也被特别提到。

尽管行业研究显示这样的要求并没有基础，但SEC主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）仍寻求将审计和咨询服务完全分离。莱维特在这方面遇到了国会的反对。他赢得了参议院多数党领导人参议员特伦特·洛（Trent Lott）的支持，声称《纽约时报》和《华盛顿邮报》也支持他的建议。洛的一个著名回答是："我不熟悉你打算做什么，但如果这些自由的出版物赞成它，那么我反对它。"莱维特很关心审计公司对审计客户提供信息技术方面的咨询。SEC独立性规则并没有包含这样的规定。相反，SEC要求上市公司的审计委员会报告其审计师的咨询活动是否削弱其独立性，这违背其完全披露模式。正如

SEC 通过全面披露来实施公司治理的例子，这种技术后来被证明是失败的。

SEC 变为限制会计师事务所为审计客户提供内部审计服务，因为审计师将有效地审计自己。SEC 限制外部审计员为客户做 40% 的内部审计服务。安达信当时正在为安然采用“综合”审计流程，其中包括内外部审计工作的整合。安然的肯尼斯·莱抗议 SEC 的规则，担心其会干扰该计划。安达信和安然这两家公司，事实上确实是一体化的。安达信在休斯敦有 100 名员工致力于安然的账务。安达信甚至在安然总部保留了办公室，为安达信审计员留出了一个完整的楼层来办公。

会计师的税务咨询服务以另一种方式威胁他们的审计师独立性。如上所述，上市公司实际上保存了几套账目：（1）内部的非公开管理报告；（2）SEC和投资者的财务报告；（3）分析师的备考报告；（4）国税局的税务账目。与安然公司的情况一样，公司经常在向 SEC 提交的报告中显示有利润，同时又声称收益低得多甚至在报税表中出现损失。总会计办公室（A General Accounting Office）的报告发现，从 1996 年到 2000 年，超过 60% 的美国公司没有支付联邦所得税。没有缴税的大型上市公司的数量大约有 45%，这是在经济繁荣期间，许多公司在 SEC 报告中显示了创纪录的利润，甚至在分析师的预估报告中获得了更大的利润。由于转移定价技术，使用将美国收入转移到税率较低国家的会计操纵，几乎没有外国公司报告了美国业务的应税收入。

会计警察

尽管调查者存在缺点，国会议员还是通过了关于审计师独立性的立法来扩大会计师在完全披露过程中的作用。这项立法试图使会计师发挥警察作用，不论他们是否为履行这种角色做好了准备。《1995 年私人证券诉讼改革法》（*The Private Securities Litigation Reform Act of* 1995）规定了会计师对上市公司报表的审计要求。该法规要求审计师遵守 GAAP 和 GAAS 标准。这项立法还要求审计师调查审计期间可能遇到的任何非法行为，并通知管理层。这是 ZZZZ 最好公司（ZZZZ Best）丑闻的结果。根据该立法，如果管理层没有采取行动，而且事情是重大的，审计师必须向董事会报告该问题。董事会必须向

SEC报告问题。如果董事会没有采取行动，审计师必须通知SEC或辞职。辞职也必须向SEC报告，同时说明辞职原因。这项立法使会计师成为专业的信息提供者，这对专业人士来说是一个特别的角色。

20世纪90年代，SEC在寻求审计师为管理层不当行为所负责任方面发挥了更积极的作用。SEC的主席亚瑟·莱维特声称，如果私人行业阻止SEC指导会计过程，其结果将会破坏整个融资过程。在1998年9月纽约的一个题为"数字游戏"的演讲中，莱维特说，"游戏迷的文化"是发展于会计实践。他警告说，SEC将积极起诉会计滥用。莱维特最关心的是管理层"平滑"收入以满足分析师的期望，但也断言审计师是"公众在财务报告过程中的监督者。我们依靠审计师对投资者获得的信息作出保障"。[①] 事实上，董事长对会计师可以提供什么样的断言与安然公司的财务报表一样具有误导性。结果是，投资者相信自己在履行监督管理的尽职调查方面没有任何责任，因为业务或物业的业主通常会这样做。莱维特还寻求强化审计委员会的力量，这是他担任SEC负责人时曾经反对的一个概念。SEC于1999年通过了一项规则，要求披露审计委员会的活动，这是另一个企图羞辱管理层来强化委员会的尝试。

20世纪末出现的一个现象是上市公司对以前向SEC提交的会计报表进行重述的数量惊人。应SEC要求，POB委托进行一项研究来检查这些数量越来越多的重述。这项研究由审计有效性小组进行，该小组由普华永道（奥马利委员会）的前主管肖恩·奥马利（Shaun F. O'Malley）领导。2000年8月31日专家小组发布了一份报告，提出了改进审计程序的若干建议，但发现审计程序仍基本运行正常。其中一项建议是，审计应更多地集中于欺诈检测。但是在提出这项建议时，专家组指出，审计员缺乏执行这种职责的能力，也缺乏传唤记录或证人的权力。

这些努力对会计问题的作用微乎其微。SEC在1999年9月提交了涉及会计欺诈的30个案例，这个数字将在安然公司丑闻事件之后继续膨胀。在一宗案例中，安永公司同意支付1.85亿美元解决因对马里兰州破产零售商旋转木

---

① Arthur Levitt Jr., "The Numbers Game."

马（Merry - Go - Round Enterprises Inc.）的咨询活动带来的诉讼。这是马里兰州历史上第二大和解案。该会计师事务所一直在对旋转木马公司破产期间的重组提供咨询。

有限责任合伙公司

审计师试图通过形成有限责任合伙（LLP）来限制其责任。以前，SEC 要求会计师事务所（和股票经纪人）成为一般合伙人，一般合伙人在合伙伙伴或雇员从事任何不当行为时都要承担无限责任。SEC 取消了对股票经纪人的合伙限制，以便在20 世纪60 年代末整个行业因文书工作陷入困境时，允许他们利用资本市场进行股权投资。高盛公司是最后一批案例中的一个，但它也受限于20 世纪末的市场泡沫。高盛公司的合作伙伴得到了很好的回报。高级合伙人在该公司首次公开募股后的收益在1.25 亿～1.5 亿美元。初级合伙人收到的回报相对少一些，约5 000 万～6 000 万美元。唯一的一个异类是拉扎（Lazard），它是成立于1848 年的一家合伙制投资银行，其在2005 年上市，但上市条款和积极性令人失望。

国家立法者也禁止律师和会计师成立法人组织，认为这些专业人士对公众有特殊的受托义务，不应被允许隐藏在公司的保护之下。最初，这些禁令通过允许律师和会计师成立“专业公司”而得到缓解。这使他们能够享受到企业员工可享受的各种含有税收优惠的退休计划的好处，但这些专业公司的成员仍然对合伙制下的所有活动负责。20 世纪80 年代的储蓄贷款危机导致了许多诉讼，并要求从会计和法律伙伴关系中寻求巨额损失索赔。这些索赔会使公司中的个人合伙人破产，即使他们没有以任何方式参与所谓的不法行为。1991 年，德克萨斯州立法机构对“有限责任合伙制”的设立作出了回应，允许如律师和会计师等专业人士承担有限责任。

詹肯斯和科尔克里斯特（Jenkens & Gilchrist，一家大型达拉斯律师事务所）及其许多合作伙伴（包括一些退休合伙人）因单一合伙人制度对储蓄贷款问题的不当行为招致了责任，德克萨斯州的法规就是上述问题的结果。该公司以1 800 万美元解决其与联邦存款保险公司（FDIC）的问题，而不承认

自己有任何不法行为，但损害赔偿本可能是该案被成功起诉后获赔的许多倍。在有限责任公司制立法颁布时，有超过1 200家德克萨斯州律师事务所从一般合伙企业变为了有限合伙企业。截至1997年，已经有44个州通过了类似立法。

储蓄贷款危机带来的对律师事务所的诉讼也导致州立法机构向会计师事务所合伙人提出了一些有限责任的压力。到1994年，六大会计师事务所中的四大将自己从合作伙伴重组为有限责任合伙。这些重组根据不同条款的州法律进行。例如，在伊利诺伊州，安达信成为了有限责任合伙，有限合伙章程将对其他合伙人不当行为索赔的有限责任延伸到合作伙伴。这种有限责任不包括普通商业债务，这也是在安达信倒闭后对其提出法律诉讼中的特别之处。像股票经纪人一样，会计师事务所的下一步逻辑是向公众出售自己来募集资本。1998年，毕马威宣布，希望通过首次公开发行股票将自己出售一部分。毕马威直到2001年才获得监管部门的批准上市。

第5章 安达信和其他丑闻

第1节 安达信公司

背景

安然公司丑闻成为了会计丑闻的核心，安然公司的审计师安达信会计师事务所（Arthur Andersen LLP）很快陷入了旋涡。会计师事务所对安然公司的年度财务报告提出了无保留意见。这些意见认为，安然公司的财务报表根据公认会计准则（GAAP）编制，安达信没有发现安然公司的会计控制和程序系统有任何重大缺陷。特别是安然公司向证券交易委员会（SEC）提交的截至2000年12月31日的年度报告即是这样指出的。安达信认为，安然公司的会计和财务披露在所有重大方面都是正确的。由于新闻界将安然事件描述为有史以来最大的会计丑闻，他们很快提出了关于安达信如何能提供这样认证的问题，而鲍尔斯关于安然公司倒闭的报告认为安达信没有提供客观的会计判断来阻止安然的会计操纵。之后，安达信成为许多诉讼和政府调查的对象。与一般金融丑闻类似，令人讽刺的是，安达信要求安然公司重述其账目并披露与安德鲁·法斯托之间的利益冲突，这成为了毁灭安然的力量。

早些年

安达信会计师事务所是唯一源于美国的八大（后来的五大）会计师事务所。它的创始人，亚瑟·安达信，被描述为“严厉、直立、有些苦行僧式的，非常适当和顽固不化的特立独行”。[①] 他出生于1886年，在16岁的时候成为孤儿。为了支付学费，安达信开始担任书记员，后来在阿里斯—查莫斯公司（Allis - Chalmers Mfg. Co.）的弗雷泽中（Fraser & Chalmers）担任助理控制员。他在西北大学（Northwestern University）的夜校学习会计。毕业后，他在普华和约瑟夫·斯利茨（Joseph Schlitz）酿酒厂工作，并在西北大学教授会计课程。1915年，安达信成为西北大学的全职教授，在那里他写了一本题为《完全会计课程》的教科书。在其二十八岁的时候，安达信与克拉伦斯·德拉尼（Clarence M. DeLany）合作，在其所有者去世后购买了一家名为“审计公司”的公司。这家新公司最初被命名为安达信·德拉尼（Andersen, DeLany&Co.），但在德拉尼离开后于1918年改名为安达信（Arthur Andersen&Co.）。

安达信坚持只雇用大学毕业生担任公司的会计师，这在当时并不普遍。他要求会计师穿着和行事像专业人员，每天出门吃午饭，以遇到可能的潜在新客户和向世界展示公司面貌。他要求会计师“挖掘数字背后的含义以了解其对企业的潜在意义”。[②] 安达信告诉会计师“直接思考，直言不讳”。[③] 他主张“常识会计”而非理论。他还介绍了特定行业的专业会计师概念，以便更好地了解客户的业务。安达信赞成将会计服务（不仅仅是审计工作和税务咨询）扩展到咨询。

安达信非常重视对会计师的内部培训。它们在整个公司中进行审计方法培训。这种教育包含了确保质量和整合公司成单一文化的双重目标。将公司会计师塑造成一个单一形象的努力在过去几年中取得了成功，从安达信培训

---

① Michael Chatfield and Richard Vangermeersch, *The History of Accounting: An International Encyclopedia*, p. 44.

② Michael Chatfield and Richard Vangermeersch, *The History of Accounting: An International Encyclopedia*, p. 44.

③ Susan E. Squires et al., *Inside Arthur Andersen: Shifting Values, Unexpected Consequences*, p. 31.

计划中出来的那些人被称为“机器人(Android)”，用于指他们的单色服饰和行事礼仪。安达信的主要培训中心位于伊利诺伊州圣查尔斯。校园面积超过150英亩，包含几栋教室大楼，甚至有宿舍。校园配备了500名全职员工，提供400多门课程，并在21世纪初每年培训68 000人。

安达信在大客户的压力下也拒绝验证可疑账户，这为他的公司树立了诚信榜样。他的公司入选为英萨尔公司提供审计和会计服务，公司的领导人萨姆·英萨尔(Sam Insull)为逃避对其在20世纪20年代市场热炒期间操纵公司股价的指控而逃离了祖国。英萨尔创建了两个投资信托，分别叫作英萨尔公用事业投资公司(Insull Utilities Investment Company)和企业证券公司(Corporation Securities Company)。这些特殊目的实体被用来购买了英萨尔公司发行的大量股票。信托公司从银行借款，通过使用英萨尔证券作为抵押品获得资金，流程与安然公司非常类似。当英萨尔证券价值急剧下降时，银行有违约的危险。安达信被要求对该情形进行监控并根据与银行的“静止”协议审查英萨尔公司的支出。参与英萨尔的审计业务大大提升了安达信的声誉，并为他的公司赢得公共事业和能源方面的专业性口碑。安达信于1947年去世，享年61岁，他被认为“也许是最知名和最受尊敬的美国会计师”。[①]

安达信公司多年来一直在成长。1928年，该公司雇用了400人，到1940年则增加到700人。伦纳德·史派克(Leonard Spacek)在创始人去世后接手了公司管理，将运营扩展到全球范围，并率先开展了计算机服务咨询活动。在史派克的领导下，安达信的办事处个数从16个增加到超过90个。收入从800万美元增加到1.9亿美元。类似于安达信，史派克也是一个独立思考的人。他希望在销售和回租交易的资产负债表上更完整地披露资产，但安达信文化中存在的逆流在逐年增加。到20世纪70年代，安达信公司被认为是八大会计师事务中倡导自己及客户意见最激进的事务所。它的形象很特立独行，反映了对他人更保守的观点，很不屑一顾。这个观点与安然公司的企业文化很契合。

① Chatfield and Vangermeersch, *The History of Accounting*, p. 45.

安达信的审计问题

到20世纪末，安达信在84个国家设有300多个办事处。它在全球雇用了85 000人，其中28 000名员工在美国工作。当安然公司的丑闻爆发时，安达信收到了93亿美元的收入，并为超过10万名客户服务。然而，在安然公司丑闻之前，安达信也参与了一系列会破坏会计公司声誉的重大会计问题事件。20世纪60年代见证了许多丑闻的爆发，也许其中最大的就是投资者海外服务公司（IOS）丑闻的爆发，IOS是被罗伯特·韦斯科（Robert Vesco）洗劫一空的大型离岸共同基金。安达信是IOS共同基金中一个关键部分的审计师，在韦斯科逃离后它被投资者视为一个黑洞。在五十天的审判和两个星期的审议后，陪审团判定安达信赔偿8 000万美元。[1]

美国四季养护中心（Four Seasons Nursing Centers of America Inc.）在1970年倒闭，这导致一种声音认为其审计师安达信没有透露公司的财务报表不准确这个信息。另一个失败的审计案例涉及费雷吉谭佩公司（Frigitemp Corp.），之后该公司拖欠贷款，出现违约。四家银行根据《联邦证券法》起诉安达信，因为其为费雷吉谭佩并不准确的财务报表进行了验证。诉讼被上诉法院驳回，理由是内容没有涉及证券。1975年，为了回应对其在审计丑闻中的各种持续批评，安达信聘请了一个独立的“公共审查委员会”来审查该公司业务。毫不奇怪，该报告称赞了安达信的审计程序。同时，处在火山口的毕马威采取了不同的方法，它聘请安永对其运营进行“质量审查”。

1980年至1985年，安达信在不当审计方面还有其他问题，它总共支付了1.37亿美元来解决诉讼索赔。1981年，一个审计失败涉及了德洛伦汽车公司（DeLorean Automobile Company），该公司制造了一个具有鸥翼门风格的汽车，但这在商业上并不成功。英国政府禁止安达信从政府合同工作中监测和报告德洛伦的欺诈行为，这导致英国政府为提高就业机会向德洛伦提供的资金遭受了巨额损失。该公司的创始人约翰·德洛伦（John Z. DeLorean）也是通用

---

[1] *Fund of Funds, Ltd. v. Arthur Andersen & Co.*, 545 F. Supp. 1314 (S. D. N. Y. 1982).

汽车公司的前高管，据报道他已经将 1 700 万美元的公司资金转移进了瑞士银行账户，其中一些则作为他自己的私人用途。安达信的内部备忘录报告说，如果这种转移公开化，“游戏就会开始”。纽约的陪审团对安达信作出了超过 1 亿美元的赔偿裁决；其中 3 500 万美元支付给英国政府弥补德洛伦的损失。为拯救他的汽车公司，约翰·德洛伦试图购买和分发 55 磅可卡因，但美国政府对他的起诉失败了。销售是通过政府操作建立起来的，但陪审团认为诱捕德洛伦过于遥远。

安达信支付了 2 000 万美元，用于解决涉及因未能发现威达信公司（Marsh & McLennan Co.）中出现的非法债券交易引起的诉讼。安达信被发现在会计报表中对回购交易公司德赖斯代尔证券公司（Drysdale Securities Corp.）的问题作出了虚假陈述。安达信支付了 4 500 万美元来解决大通曼哈顿公司提出的索赔，大通曼哈顿已经对德赖斯代尔证券公司的账户进行了清算。安达信在这些问题上并不是个案。另一个回购交易商，ESM 政府证券公司（ESM Government Securities Inc.）因为其欺诈交易造成了储蓄贷款危机。其中一名审计师何塞·戈麦斯（Jose L. Gomez）被判定收受了 25 万美元的贿赂来伪造公司会计报表。他被判处 12 年徒刑。戈麦斯在均富会计师事务所（Grant Thornton）工作，该公司同意支付 8 000 万美元来处理欺诈案件被揭露后的事情。

安达信陷入了与内布拉斯加州购物中心银行宾州广场有关的丑闻，20 世纪 80 年代，该银行发起并出售了超过 25 亿美元毫无价值的油气补贴贷款给其他银行。宾州广场的贷款官威廉·佩特森（William G. Patterson）负责大多数贷款参与工作，他因在与客户的华丽派对用牛仔靴饮酒而声名大噪。安达信的审计客户西雅图第一国民银行（Seafirst National Bank）也在危机中遭受了巨大的损失。审计失败的浪潮还在继续。安达信同意支付 7 900 万美元以解决由于 20 世纪 90 年代储贷危机而引起的索赔。它还支付了 1 700 万美元，用于解决涉及美国金融公司（Financial Corporation of America）审计工作的诉讼。安达信、永道和均富会计师事务所支付了 3 000 万美元用于解决伊利诺伊保险业监理人对因储备保险公司审计失败而提出的索赔要求，储备保险公司已经

破产，但经审计师验证的会计报表与事实相反。安达信因油田设备销售商纽考普能源（Nucorp Energy）的破产及其丑闻成为了诉讼目标。在代表纽考普股东提起的集中诉讼审判后，安达信发现自己不用为审计失败负责。

吉布森·格瑞廷（Gibson Greetings）在购买银行家信托公司（Bankers Trust）出售的衍生品蒙受巨额亏损后，开掉了审计师安达信。在德国金属公司（Metallgesellschaft AG）的流氓交易员丑闻及其美国子公司MG炼油和营销公司的丑闻中，其审计师安达信也被卷入。该公司是谢伦·沃特金斯（Sherron Watkins）离开安达信后，加入安然公司之前工作的地方。安达信使用美国GAAP准则对在美国运营的德国金属公司利润验证为3 100万美元。在当时，一个流氓交易员的交易头寸损失了约20亿美元。毕马威被聘请来审查安达信的工作。在美国通用会计准则下，毕马威发现应披露更多的利润，但按照德国会计要求，应显示的是2.91亿美元的损失。

亚瑟·安达信（Arthur Andersen）卷入了20世纪90年代普雷西多（Procedo）的一项大丑闻中，普雷西多是一家德国保理公司，也生产香脂和体育运动产品。这些公司过去一直在使用虚假发票，但据悉此举经过了安达信公司圣路易斯办公室的审核。安达信的另一个客户，超级剪发公司（Supercuts Inc.）为正在建设中的理发沙龙确认了特许经营收入，它们为现场的施工工人进行了一次“工程剪头”，这样一来施工工人的头发剪了，它们也可以声称沙龙在运营中。公司的首席执行官（David Lipson）因为在公司宣布盈利下降前出售了公司股票而被以内部交易罪罚款284万美元。

康涅狄格州寻求撤销安达信的执照，因为安达信审计的殖民地产公司（Colonial Realty Company）出现了问题，该公司是一家在专营税收优惠房地产投资的哈特福德公司。该公司被发现通过高估房产价值进行着庞氏骗局后倒闭。安达信审计员在收取20万美元、三辆车、一艘邮轮和其他福利后无视公司存在的问题。安达信员工被指控在违反安达信文档保留政策的情况下破坏了殖民地产公司的审计文件。安达信和其保险公司最终支付了超过1亿美元来解决这起丑闻所引起的诉讼。

安达信的问题在增加

亚利桑那州的检察长代表13 000名投资者提起诉讼，这些投资者中有许多是老年人，他们在亚利桑那州的亚特兰大浸信会基金（Baptist Foundation of Arizona）推销的房地产的庞氏计划中损失了大约6亿美元，这个基金会由安达信审计。安达信在诉讼中达成和解，根据协议，安达信同意向投资者支付2.17亿美元。该账户的审计合伙人也参与了安达信对查尔斯·基廷的林肯储蓄与贷款协会审计，该审计导致了20世纪80年代最糟糕的储蓄和贷款协会丑闻。法院在考虑由于安达信审计失败被提请的索赔时注意到安达信对浸信会的审计：

> 正如在安然破产案中使用的典型会计手法，（浸信会）基金会使用表外实体来掩盖投资者对房地产投资的巨大损失。该基金会以高昂的价格向一家名为ALO的公司出售房地产，这是一家由基金会控制的关联方，出售目的是换取IOU而非现金。虽然几位外部会计师和专业人士在两年中都警告安达信的审计员，他们怀疑基金会存在会计欺诈，但安达信最终并没有注意到。对ALO公共记录的审查显示，它的价值为负的1.06亿美元，并且不能充分利用其对基金会的债务。从第一次警告直到基金会破产，安达信另外发布了两次不合格的会计意见，使得基金会能再向投资者筹集2亿美元的储蓄资金。[①]

安达信被卷入了新光股份有限公司（Sunbeam Corp.）的会计丑闻，该公司在会计期间为虚增利润，错误地进行了收入转移。SEC对安达信在新光账户上的合伙人菲利普·哈洛（Philip E. Harlow）提出禁令，指控他没有使用“专业怀疑论”。至少在三年内，哈洛禁止担任上市公司的审计师。安达信同意支付1.1亿美元来解决与新光问题有关的股东诉讼。安达信再次被指控不正当地销毁涉及其审计新光公司的文件。

废物管理公司（Waste Management Inc.）是一家大型废物清除公司，它

① *In re Enron Corp.*, 235 F. Supp. 2d 576 (S. D. Tex. 2002).

于1998年2月宣布，其通过改变公司垃圾车的折旧计划，不当地重申了35亿美元的收入。废物管理公司支付了4.57亿美元用于处理在康涅狄格州退休计划和信托基金披露之后提起的证券集体诉讼。该公司的披露报告已经过安达信休斯敦办公室的审计。安达信同意支付700万美元来解决SEC的罚款费用，因为它没有发现和报告垃圾车的会计更改。这是SEC对会计师事务所实施的最大民事处罚。四名安达信合伙人被SEC处以3万~5万美元的罚款，并被SEC禁止执业1~5年。在安德森回到公司后，其中一个合伙人被提职到安达信的风险管理团队。1998年，安达信同意以2.20亿美元来处理由废物管理案件引起的股东诉讼。

废物管理公司案例说明了审计师和客户之间有时存在暧昧关系。废物管理公司的主管会计和首席财务官都是安达信的审计师。自1971年以来，安达信一直是废物管理公司的审计师。在这次丑闻之前的六年里，安达信已经向废物管理公司收取了750万美元的审计费用和1 800万美元的咨询及税务服务费用。安达信在废物管理公司案例中的责任是根据安达信保留的超过规定时间段的文件作出的。此后，安达信更新了记录保留政策，以确保文档不会超过必要的保留时间。在安然的问题开始前不久这项政策就已经实施。

安达信是波士顿市场信托公司（Boston Market Trustee Corp.）的审计师，该公司管理着一家鸡肉特许经营公司波士顿鸡（Boston Chicken)，波士顿鸡在1999年遭受9亿美元的损失后申请破产。波士顿鸡后来被卖给了麦当劳公司。在破产前，波士顿鸡公司进行了财务报告重述，将对加盟商的3亿美元贷款记为收入，并对收入的初始成本进行了重述。通过与附属公司进行暂时交易，公司将损失移除了财务报表。安达信同意支付1 030万美元来解决针对波士顿鸡审核工作的集体诉讼。

安达信的另一个审计问题涉及药物分销商麦克森公司（McKesson Corp.），它在1999年以140亿美元的价格收购了HBO公司（HBO&Co.），后来合并成为麦克森HBOC（McKesson HBOC）。麦克森HBOC是麦克森·罗宾公司（McKesson & Robbins）的后身，麦克森·罗宾在20世纪30年代普华永道审计失败后为审计师责任设定门槛。1999年，麦克森HBOC对前两年确认的3

亿美元收入进行了重估，导致公司股价下跌了近50%，市场价值下降90亿美元。公司的董事长、总裁、首席执行官和首席财务官都被解雇或辞职。该公司的首席财务官理查德·霍金斯（Richard H. Hawkins）被控向政府进行虚假陈述，并串谋进行证券欺诈。在政府的另一个挫折案例中，霍金斯被判无罪释放。麦克森的另外六名高管也因会计问题被起诉，其中四名高管认罪。麦克森同意支付9.6亿美元来解决这些集体诉讼请求。SEC指控安达信合伙人罗伯特·普特南（Robert A. Putnam）进行证券欺诈，批准了该公司的虚假财务报告，其中包括对收入的追溯。

安达信同意用1 100万美元解决因担任66部（Department 66）公司审计师带来的索赔。安达信的另一个问题是其为美国第四大造纸商美国纸巾(American Tissue Inc.）进行审计。该公司通过资产负债表上的假应收账款来欺诈其债权人。公司破产后债权人损失总额为3亿美元。美国纸巾公司的首席财政官员承认那些刑事指控，其首席执行官被起诉。安达信的审计员布伦敦·麦当劳（Brendon McDonald）因损毁电子邮件和破坏文件以掩盖欺诈而被判刑。这些行为发生在2001年9月4日，几个月后安然公司的问题就浮出了水面。奎斯特国际通讯公司（Qwest Communications International）2000年和2001年的收入虚增了25亿美元。它的审计师就是安达信，会计师事务所在验证奎斯特公司财务报告方面的责任问题被提了出来。安达信被解雇了，取代它的是毕马威。奎斯特后来同意以2.5亿美元解决SEC有关会计方面的指控。

埃森哲

安达信最开始尝试咨询工作是为通用电气位于肯塔基州路易斯维尔的工厂开发工资管理系统。这样的咨询服务成为安达信业务组合中越来越重要的一部分，导致1989年安达信咨询公司成为集团公司中一个单独部门。会计、审计和税务服务仍留在安达信公司体系内。会计部和咨询部作为两个单独部门在安达信集团旗下经营。安达信咨询公司迅速通过大规模的广告宣传建立了自己的形象，其中包括用超级碗为一家成长型公司做广告。

审计部门和安达信咨询公司之间的关系很快就紧张起来。安达信全球有

很多合伙人是审计师，但安达信咨询集团的成员贡献了相等的收入。收入分享协议最终达成，但这并没有减缓长期存在的摩擦，因为根据该协议，安达信咨询公司每年要转让超过 10 亿美元给审计师。这导致了安达信咨询公司的不满，但是两个团体之间的差异也导致了审计部门的动荡，因为对审计部门的未来盈利能力存在担忧。1992 年，几个合伙人从审计部门中退出，因为他们没有产生足够的收入。审计部门失去的是能给公司增加稳定性和保守性的合伙人。

由于咨询和审计部门之间的情况继续恶化，双方提起仲裁程序，声称对方违反了关于分享商业和其他事项的协议。最后，安达信咨询公司寻求完全分离。审计部门要求其赔偿咨询集团收入的 150%——审计组声称总额接近 150 亿美元——作为同意分离的价格。这种要求是基于合伙协议中合伙人离开安达信的条款。被选来解决这一争议的仲裁人是来自哥伦比亚的吉列尔莫·甘巴（Guillermo Gamba），他毕业于哈佛法学院，曾在另一个法律程序中担任仲裁员。他在 2000 年命令将两者分成独立的审计和咨询公司解决了该争议。但审计部门要求的 150 亿美元的赔偿被拒绝。相反，仲裁员在双方不能就条款达成协议后，只批准了 10 亿美元的赔偿。

现在由叫作埃森哲的独立咨询集团来开展业务。这次分隔时间对于咨询业务来说并不好，对于审计业务方面则更糟糕。埃森哲带着非常有价值的咨询业务离开了安达信，而审计师们则只留下了低利润和高风险的审计业务，从此开始了他们的厄运。之后，埃森哲进行了公开发行，以 16.7 亿美元的价格出售了约 12% 的公司股权。埃森哲的股票在纽约证券交易所上市了，之后该集团开始为满足分析师期望，保持股价上涨而小心翼翼。比起它躲过的流弹，这只是一个小问题。新公司避免了承担安达信审计问题造成的数十亿美元债务，避免了政府对公司的起诉。对于咨询集团而言，这就是一个帽子戏法，而对于审计团队而言则是一场灾难。在安达信的厄运之后，埃森哲很高兴地启用高尔夫球手泰格·伍兹在机场和其他地方为公司做宣传。

安然事件的爆发

在大量审计问题中，首先遇到的是，21 世纪之初安达信纠缠于与埃森哲

的分割。在业务分割之时，安达信的审计业务是“五大”中最小和增长最慢的。审计团队也面临着利润率下降、负债增大、审计服务竞争加剧的情况。它也许不能承受任何更多的审计失败产生的负债和监管问题。不久之后，新的首席执行官约瑟夫·贝拉迪诺（Joseph Berardino）就被任命为安达信的主要负责人。2001 年 10 月，他在新奥尔良召开了安达信合伙人会议，开始重建该公司。就是在那里，他被告知了安然即将发生的问题。公司的业务重点很快就从重建转向了生存。

2000 年，安达信从安然公司那里收取了 5 200 万美元的费用。其中 2 700 万美元用于咨询，其余用于审计工作。安然是一个重要的客户，其破产和引起破产的会计滥用，使得安达信将成为私人诉讼和政府调查的主要目标。可以预见的是，任何上市公司的破产都将立即归咎于其审计师，但在这个问题上，由于安然采用了激进的会计策略，问题将会进一步加剧。

贝拉迪诺试图在媒体中保卫安达信，他甚至在《华尔街日报》的编辑页面上发表文章，但是争论的风暴很快淹没了他的努力。安达信的高级官员在国会委员会前被拷问了很长时间。安然的倒闭他们负有责任，他们对因此受到指责而感到失望。正如贝拉迪诺在他的证词中所说的那样，“安达信对交易的会计处理表示祝福，但我们不能祝福一家公司的经济活力，公司是否成功是由管理层决定的”。安然是一家“业务模式失败的公司”。贝拉迪诺指出，安然公司的股价 2001 年全年都在下跌，股价在 10 月会计披露时还下跌了许多。他断言：“我的职业有一个危机。但我认为，我们的整个资本市场报告模式都存在危机。”

在对安然审计角色的争议声中，安达信宣布，休斯敦办事处已经销毁了大量的安然文件，并删除了计算机文件和电子邮件。该公司在伦敦、波特兰、俄勒冈和芝加哥的办事处也销毁了文件。文件销毁发生在合伙人大卫·邓肯（David Duncan）参与到安然账户之后，他宣布执行了这个被委婉地称为“文件保留政策”的文件。该政策力求确保文件在 SEC 或其他监管机构要求的保留期限后才会被销毁，以使文件不会落入集体诉讼律师手中。邓肯是德克萨斯 A&M 大学的毕业生，他在 35 岁时成为安达信的合伙人，两年后派往负责

审计团队。这个审计团队很大，事实上与安然公司的会计师一起工作。邓肯与安然公司首席会计官理查德·考西（Richard Causey）私人关系很好。

老亚瑟·安德森一发现粉碎文件问题就以个人名义通知SEC和国会。邓肯当时在休假，之后因判断失误被解雇。外部法律顾问被命令调查此事件，前约翰·丹佛斯（John C. Danforth）被安达信挽留以审查其文档保留政策。破坏安然文件事件引起了人们的担忧，担心安达信将成为犯罪行为和诉讼的主体并将由此倒闭。这种担忧有一定道理，大卫·邓肯被起诉后认罪并同意作证指控他的老公司。

对安达信的起诉

2002年3月7日，安达信因为邓肯的行为妨碍司法公正而受到起诉。该起诉导致许多大客户，包括萨拉李雅培（Sara Lee Abbott）、布伦瑞克公司（Brunswick Corp.）和联邦快递（FedEx）更换审计师。刑事诉讼的成功将阻止安达信继续从事审计活动，即便部分客户仍然对其忠实，这将导致仅在美国就有2.8万名安达信员工失去工作。安达信的未来显然充满疑问。芝加哥分公司组织了提高员工士气的集会，尽管有杰西·杰克逊（Reverend Jesse Jackson）牧师的参与，但这对于遏制离职几乎没有什么影响，带来的仅仅是使司法部感到愤怒。

安达信试图通过与德勤的合并来自我挽救，但这一努力失败了。安达信的律师提出了一项解决方案，根据该解决方案，公司将进行重组，并建立审计程序以确保审计工作的质量，其中包含确保合规性的特别监督员。所有参与破坏安然文件的人都将被解雇。前联邦储备委员会主席保罗·沃尔克（Paul Volcker），被聘为安达信的特别顾问，旨在与司法部达成和解。作为沃尔克加入安达信的条件之一，他被赋予了非常强大的操控权。他提出了一项拯救公司的计划，包括几项会计改革，例如至少每五年轮换审计客户账户的合伙人，禁止合作伙伴在审计客户账户后一年内接受客户雇用，并取消对促成咨询业务的审计师发放奖金。作为交换，沃尔克要求政府撤回针对安达信的起诉书。但司法部拒绝了这项要求。

安达信的律师努力达成一个解决办法，即如果没有进一步的不当行为，起诉安达信将会被推迟；这是对于克里斯蒂苏富比的固定价格交易丑闻的一个交易。该提议也被拒绝了。安达信其他几个大型审计客户的破产使其情况更为复杂。全球口岸电信公司（Global Crossings）是一家长途电信运营商，其于2002年1月28日申请破产保护。阿德尔菲亚通讯（Adelphia Communications）公司于2002年6月25日申请破产。作为全美第六大有线电视公司，阿德尔菲亚在财务报表披露中处于暴风雨中心。另一个震动事件是2002年7月21日世通公司（WorldCom）破产，它也是安达信审计客户。世界通信承认了超过80亿美元的会计违规行为。司法部考虑到因安达信审计客户的会计失败造成了投资者损失总计超过3 000亿美元，故决定不与安达信进行和解。

审判安达信

对安达信的审判持续了近一个月也极具争议性，而且判决也比较奇怪。陪审团认定是安达信的合伙人大卫·邓肯下令破坏文件，虽然他自己的证词也已经承认，但陪审团仍认为上述行为并没有妨碍司法正义。可以肯定的是，邓肯在交叉询问时修改了口供，他承认自己把文件销毁时并没有犯罪意图。邓肯作证说，他花了几个月的时间才知道他自己的行为可能妨碍了司法正义。他认为，在收到SEC传票之前销毁文件是合法的，并且他命令员工只销毁那些安达信文件保留政策允许销毁的文件。此外，安达信的律师瑞私斯蒂·哈丁（Rusty Hardin）能够证实，这些文件的副本仍然可通过备份源获得。

安达信案件的陪审团发现，阻碍司法正义的并非邓肯，而是公司律师南希·坦普尔。坦普尔看起来不太像是阻碍者。坦普尔是哈佛法学院的荣誉毕业生，在2000年7月到安达信芝加哥总部任职前，坦普尔曾在芝加哥最大、最受人尊敬的律师事务所之一的西德利·奥斯汀（Sidley & Austin）担任诉讼合伙人。作为律师，坦普尔以诚实和正直受人推崇，但2001年10月12日安然没有发送电子邮件提醒安然审计团队安达信的文件保留政策："那将对确保我们遵守了政策有帮助"，坦普尔因此受到攻击。政府检察官认为，这本身就是销毁文件的一个代号，目的是阻碍未来可能的调查。

邓肯在采取第五修正案之前告诉国会调查人员，坦普尔在发送电子邮件之前的电话会议中询问他，他的团队是否执行了符合公司要求的文档保留政策，他回答说："尽量，但不规范。"邓肯没有立即对这些电话或电子邮件作出反应，但在稍后与其他审计合作伙伴合伙人的会议上，他们认为坦普尔的询问是建议将安达信文件保留政策中不包含安然公司的文件进行销毁。他的团体直到10月23日才开始销毁文件。坦普尔并不知情。

坦普尔10月9日总结认为，SEC的某些调查"极有可能"，安达信保留了外部律师顾问、著名的纽约律师事务所戴维斯·波尔克和沃德韦尔（Davis Polk & Wardwell），他们要在那个期限就安然相关问题的建议作出回应。坦普尔于10月16日与该律师事务所进行协商。就此而言，没有人对安达信提起诉讼，也没有传票送达。SEC的工作人员在未通知坦普尔的情况下，于10月17日对安然公司进行了非正式调查，但SEC的工作人员当时并没有接到正式调查的授权或发出传票。SEC工作人员定期开展这样的非正式调查，虽然安然事件的发酵越发要求进行正式调查和指控，但这种非正式的调查可能会也可能不会导致正式的调查和起诉。在坦普尔10月16日咨询戴维斯波尔克之后，认为在任何情况下，都不需要为保留安然文件采取额外行动。因此，安达信常规的文件保留和销毁计划仍然有效。

坦普尔于10月23日获悉SEC的工作人员对安然进行了非正式询问然后她被告知，安达信的休斯敦团队通过收集与安然相关的文件来帮助安然公司遵守非正式的SEC文件要求。SEC在10月31日才开始对安然进行正式调查，届时，SEC的工作人员有权发出传票来收集信息。直到2001年11月8日业务结束，安达信才收到SEC关于安然文件的正式传票。坦普尔通过语音邮件通知员工收到传票。显然，她的语音邮件触发了邓肯秘书发出那个臭名昭著的指示，"不要再粉碎销毁了"。戴维斯波尔克律师事务所起草了一份备忘录来描述安达信人员应该采取什么步骤来保存安然记录。该备忘录于2001年11月10日分发给安然事务团队。

坦普尔在国会面前就她的行为紧张地作证，似乎看起来她的行为是有依据的。她表示，在提醒安然公司审计团队关于安达信文件保留政策时，她寻

求确保遵守公司政策而不是阻碍政策执行。她可能太天真，但她在国会面前作证时很少表现得愤世嫉俗。尽管如此，当司法部看到其主要证人大卫·邓肯在交叉质询后火冒三丈，该部门声称坦普尔通过电子邮件阻碍了正义，但陪审团未能发现电子邮件是阻碍者。

司法部声称，坦普尔在电话交谈中再次进行了阻碍，她建议大卫·邓肯删除备忘录中应进入“文件资料”的段落。该备忘录描述了邓肯与安然首席会计官理查德·凯西（Richard Causey）的谈话。邓肯在备忘录中表示，他曾建议凯西提交一份关于安然公司第三季度的业绩报告，指出对收入项下的大额收费是“非经常性”的，这可能会产生误导。凯西回应说，安然公司的律师已经审查了发布文件，并将保留对“非经常性”用语的引用。

坦普尔复制在邓肯备忘录上的内容包括了她与邓肯的讨论。她回复了一封电子邮件建议将她与安达信律师进行的专门讨论在备忘录中删除。这只是一个普通和适当的法律咨询，因为她不想放弃律师客户的特权或成为证人。坦普尔在向邓肯提出这个建议前向戴维斯·波尔克（Davis Polk）进行了咨询。她建议删除对安然新闻稿的引用中具有误导性的提法，因为实际上是否具有误导性还存在着严重问题。

坦普尔向邓肯建议，安达信的外部法律顾问（戴维斯·波尔克）正在确定会计师事务所是否有义务根据《1934 年证券交易法》通知安然公司其“非经常性”的描述不恰当。如果作出此类通知并且安然公司没有更正报告，那么安达信有义务将其关注事项通知 SEC。坦普尔告诉安然公司的审计团队，2001 年第一季度安达信为安然提供了一些不正确的会计建议，反映这方面事实的说法不能删去。这一切听起来都不像是阻碍者所为。相反，这是一个认真的律师。但无论如何，邓肯删除了“误导性”的提法。

坦普尔在国会前就她的备忘录与邓肯的对话进行作证，并提出了似乎可信的解释。然而，她被禁止在安达信的审判中作证，因为司法部威胁要在审判前对她提出起诉，如果安达信要求其作证辩护，她不得不请求使用第五修正案。由于她在国会前作证时间很长，没有理由认为她在审判前不会在检察官的威胁之前作证。然而，一旦司法部发出威胁，没有律师会允许她作证，

她也不会。

陪审团在没有听取解释的情况下，认为坦普尔要邓肯更改备忘录的建议是一种阻碍。政府通过强硬手段达成认罪，但所使用手段并不值得称道。针对南希·坦普尔在备忘录事件作用的集体诉讼索赔，后来被休斯敦联邦法院驳回。纽约大学法学院副院长斯蒂芬·吉尔斯（Stephen Gillers）在《纽约时报》中认为，坦普尔的建议是任何律师的例行行为："'不要留下书面材料'是所有律师都会给出的建议，以保护其客户免受文件或滥用文件的伤害。"①吉勒指出，联邦对司法法令的阻挠使他们无法获得真正的法律咨询，这也正是坦普尔所描述的。安达信的律师瑞斯蒂·哈丁（Rusty Hardin）说："如果我可以打电话给南希·坦普尔，安达信就永远不会被定罪。陪审团必须对某人作出一个基本判断——最糟糕的是，这个人是他们以前从未见过的律师。"②

定罪

协助控方的事实是，法官梅林达·哈蒙（Melinda Harmon）在听取安达信案件后偏向政府。这种态度将通过司法机构向外蔓延并将安然公司丑闻扩大。哈蒙作出裁决以确保定罪。除此之外，她允许提出安达信早期的审计犯罪来诋毁该公司，即使之前采取的行动都没有发现该公司存在犯罪行为。哈蒙的陪审团支持政府。法官告诉陪审团，安达信应该对邓肯的行为负责，即使邓肯的行为违反了合伙关系的要求；大概这也适用于坦普尔。这意味着任何地方、任何级别的任何员工，在违反公司政策时，一个小错误或仅仅是有问题的行为就可以毁灭一个公司。这种行为可能在经济疲软的时期使成千上万名员工失去工作，并摧毁几十年来积累的财富。

即便如此，这也是一个密切进行着的事情。陪审团在经过长达七天的审议后似乎将此事搁置，但法官继续发出有利于政府的声音，包括对"艾伦的爆炸性指控"，这是法官给陪审团施加压力的指示。她甚至告诉陪审团成员，只要他们都同意有人这样做了，他们甚至都不必互相同意是哪位安然雇员

① Stephen Gillers, "The Flaw in the Andersen Verdict."

② Pamela Colloff, "The Trick Is Not to Act Like a Lawyer," p. 218.

（邓肯或坦普尔）妨碍司法正义。这意味着即使没有一个人被确定为犯罪者，安达信也可能被判定有罪。陪审团在2002年6月15日以严重妨碍司法判决作出裁决。

亚瑟·安达信被罚款50万美元并因妨碍司法而被判处5年缓刑。相比起因为定罪带来的盈利下降，这仅仅是一个手腕，定罪才真正敲响了这家本已摇摇欲坠的公司的丧钟。随着定罪而来的，是安达信失去了会计执业执照，并且在证券交易委员会（SEC）限制其审计上市公司后，很多客户不再使用安达信进行审计。正是因为该项定罪，全世界范围内有85 000名安达信雇员失去工作，其中25 000名是在美国，数量远远超过了安然公司当时受影响的5 000名雇员。

对安达信的判决在上诉后维持原判；似乎没有法官想站在安然公司丑闻的错误一边，但最高法院对此事进行了干预并发出了调卷令来对定罪进行司法审查。此后，最高法院作出了惊人的决定，一致推翻了对安达信的定罪。最高法院认为，初审法院在妨碍司法方面对陪审团的指导存在错误。最高法院裁定，公司指示员工销毁文件本身并无错误。最高法院也指责审判法官指示陪审团，即使安达信"诚实和真诚地相信其行为是合法的"，陪审团仍然可以认定其有罪。最高法院的裁决在安达信定罪后两年内才作出，这对安然公司的雇员和合伙人来说太迟了。

更糟糕的是，安达信的定罪将严重损害安然的投资者。安达信提出了7.5亿美元的解决方案用于其相关负债，这些负债将从未来收入中扣减。这项提议被原告律师拒绝，大概因为它只是一个开标。公司被起诉后，安达信的和解报价降至3.75亿美元。使情况更加复杂的是，安达信的责任保险公司——专业服务保险有限公司（Professional Services Insurance Co. Inc.）是一家百慕大保险公司，它在预计自己将覆盖浸礼会基金的大部分损失后，宣称它没有能力做到。安达信同意用自身资金支付2.17亿美元到期债务。然而，它的定罪意味着，会计师事务所因定罪而停止营业后，13 000名浸信会基金投资者（其中许多是老年人），将会与安达信的其他债权人一起发现剩下的只是一个空壳。

安达信对安然的和解报价在其定罪后被取消了。之后，原告与安达信母公司谈判达成了一项6 000万美元的和解方案，其中2 000万美元支付给一般债权人。安达信的外国子公司同意支付4 000万美元来偿付其债务。这是一家叫作安达信全球合作公司（Andersen Worldwide Société Cooperative）的瑞士实体企业，它是安达信在国外的控股公司。来自安达信的额外费用金额是有问题的。刑事定罪破坏了公司的持续经营价值和从未来现金流中获得融资的能力。

安达信的律师瑞斯蒂·哈丁（Rusty Hardin），指控对安达信公司的起诉是“刑事司法系统历史上最大的悲剧之一”。这还只是轻描淡写。安达信数以万计的无辜员工失去了工作，成千上万个合作伙伴的生活受到严重影响，甚至有更多的投资者因为过度的审查而对复苏彻底失望。安然灾难性事件的另一个直接后果是，幸存的四大会计师事务所有机会提高费用和收窄其工作范围。随着安达信的消亡和市场力量的增强，如果没有支付更高的费用，四大会计师事务所可以威胁客户辞职而放弃审计。这些增加的成本将转嫁给投资者。

第2节 完全披露的失败

安然事件并不是一个孤立的会计欺诈或高管舞弊的事件，安达信也不是唯一一个审计失败的会计师事务所。上市公司在安然倒闭之后出现了许多会计欺诈。一些参与的个人和公司将成为金融史上的传奇，包括泰科（Tyco）的丹尼斯·科兹洛夫斯基（L. Dennis Kozlowski）、环球电讯的加里·温尼克（Gary Winnick）、阿德尔菲亚的里加斯（Rigas）家族和世通的伯纳德（Bernard）和埃伯斯（Ebbers）。

美国证券交易委员会的职责

在1995年之前，很少有财务报告重述（1977年和1978年只有两份，1979年只有一份），但在20世纪末的市场爆发期间，这一数字大幅上升。对

重述数量的报道存在不同，其中一个来源报告了1998年存在116份重述，SEC引述了一份报告，认为1999年存在234份重述，2000年存在258份，2001年存在305份。自1997年以来，上市公司的数量下降了20%，重述的增加反映问题正在变得严重。安达信在倒闭前，其对1997年和2000年之间的723次重述进行了研究。它发现，原因大多数是由于盈余过高；另外的原因是对资产负债表中负债的修正。这些无赖包括金佰利公司、维斯塔2000公司、塔尔特伦国际集团（Teltran International Group Ltd.）、灵气系统公司、曼哈顿百吉公司、拉美资源公司、极光食品公司、FLIR系统公司、海岸公司、统一集团和昆塔斯公司。

1993年至2000年，据说通过重述反映的会计滥用耗费了投资者880亿美元。这些损失大多发生在20世纪最后三年。《华尔街日报》的调查结果显示，1998年财务报告重述后，投资者的市场损失总额为177亿美元，1999年为242亿美元，2000年为312亿美元。国会引用的高估情况如下：废物管理公司为13.2亿美元；安然公司为5 000亿美元；数据库软件商Informix为2亿美元；新光公司为6 000万美元；微观战略公司为6 600万美元；关键路径为2 000万美元。此外，还有很多其他的。

监管机构并未忽视财务报告重述的增加。SEC主席亚瑟·莱维特1998年9月在纽约大学斯特恩商学院的演讲中指出，季度收入报告正在成为一个"数字游戏"，高管们操纵账户来显示"平滑的收入增长路径"以满足金融分析师的盈余预测。莱维特说，会计"把戏"被用来掩盖收入中出现的正常波动。"管理可能让位于操纵。诚信可能失于幻觉。"他警告说，SEC将积极起诉会计滥用。在莱维特发出警告后，会计执法行动开始了，其中涉及对近七十个个人和公司的指控。显然，盈利报告中正在发生一些事情以提供平稳增长的表象。"事实上，从1992年到1999年，公司的季度盈利预测下降一分钱的数量增加了四倍。"[①] 但这个数字不太会发生。

① Mike Brewster, *Unaccountable: How the Accounting Profession Forfeited a Public Trust*, p. 195.

权责发生制与现收现付制

第一次世界大战之前辩论的一个问题是，会计师是否应该只是验证科目的书记员，还是对公司财务报表作出判断的专业人员，以及会计是否应该是需要统一会计制度的“科学”。那些强调审计师判断重要性的人指出，这不是一个一刀切的世界：“会计不够精确，也不是科学。它是一门高度发达的艺术。”[①] 每个行业中和行业中的每个公司都是不同的，需要判断如何最好地呈现财务结果，但是GAAP被广泛应用并且作出跨行业的阐释。

在第一次世界大战之前，审计师的判断受到会计原则的限制，即“预计没有利润，并提供所有可能的损失”[②]。这种保守原则要求资产以历史成本计入资产负债表。历史成本或账面价值方法取代了使用面值作为公司估值的衡量标准。公司股票的面值通常与公司的资产或业务价值没有太大关系，并且往往存在“水分”，因为股票被发给内部人士以换取那些被大大高估的资产。历史成本法提出了类似的问题，引起了其他方面的关注。使用历史成本法虽然保守，但往往掩盖了公司的真实财务状况，特别是那些资产随时间变化的公司。这个问题引起了对盯市会计规则的要求，就如安然公司使用并且滥用的会计方法。

另一个问题是，资产负债表在评估正在进行的业务活动中的用途有限，特别是资产少的服务性公司，其产生的收入价值远远高于公司资产。资产负债表的缺点导致会计专业在以后的年份将重点转移到损益表。保守原则最初是通过现金会计来应用于收入报表，现金会计只在收到时才记录收入，仅在付款时记录费用。许多会计师认为，此类现金会计具有误导性，因为现金收入可能发生在销售后的会计期间，从而扭曲了公司在相关期间的实际盈利能力。同样，费用可能在其发生以后的会计期间支付，进一步扭曲公司的损益表。这些关切导致了“权责发生制”被普遍接受。

---

① Louis Lowenstein, “Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure,” pp. 1345 - 1346.

② *Space Controls, Inc. v. Commissioner*, 322 F. 2d 144, 148 (5th Cir. 1963).

应计制会计要求公司在获得收入时确认收入，在负债发生时确认负债。这种方法使收入与相关费用相匹配，即使这两者是在不同的报告期间实际支付。SEC 指出：“应计会计方法要求在盈余流程完成并实现交换时确认收入，而非‘现金’会计方法要求的只有在现金支付或收到时才确认。”[①] 为了说明这个问题，假设计算机以 2 500 美元售出，并于 2004 年 12 月 15 日交付给客户。客户进行了支付，但是直到 2005 年 1 月 1 日才实际收到付款。根据现金会计方式，销售发生在 2005 年 1 月 1 日，而在应计会计方法下，销售发生在 2004 年 12 月 15 日。应计会计的理论是，将销售记录在 2005 年 1 月 1 日会扭曲公司的会计视图，股东们会以为该销售实际发生在 2005 年而非 2004 年，从而低估了 2004 年的销售额，但夸大了 2005 年的销售额。

应计会计方法试图就盈利能力提供更精准的描述，但它也存在一些严重的缺陷。正如一位评论员所说：“问题在于，权责发生制会计在收入和支出确认的时间上提供了很大的灵活性和判断自由裁量权。美国航空公司的新飞机是可以服役三十年，还是应该在二十年内减值，研究和开发费用是否应该在发生时计入收入，或者是否应该对某些部分进行资本化，并随时间进行摊销等？”[②]

这种权责发生制会计很容易受到激进的解释，近年来 IBM 的会计实践表明了这点。美国运通前主管老路易斯·格斯特纳（Louis Gerstner Jr.）被 IBM 雇用，他使 IBM 从近乎死亡的经历中恢复过来，IBM 长期受累于司法部提出的反托拉斯诉讼和销售个人电脑的激烈竞争。IBM 在 1992 年亏损了 46 亿美元，这是当时所有公司历史上最大的损失。格斯特纳无情地削减开支，辞退 10 万名员工，他成功地使公司回到了盈利轨道。激进的会计实践使 IBM 能公布产生一些利润。除此以外，该公司还利用销售互联网业务的收益来抵消经营成本。SEC 反对这种处理，但 IBM 拒绝接受该机构的意见。之后，SEC 发布了其中一份会计公告，禁止以后再进行类似的会计处理。

虽然 IBM 与 SEC 在会计实务方面存在其他争议，但 IBM 并未被 SEC 起

---

① *In re Clinger & Co.*, Securities Exchange Act Release No. 39390.

② Lowenstein, “Financial Transparency and Corporate Governance,” pp. 1345 - 1346.

诉；显然，IBM十多年来坚定地对司法部反托拉斯诉讼进行防御也打消了SEC的起诉念头。在这种情况下，IBM激进的会计处理使收入显示了两位数增长，但销售额每年仅增长约5%。结果是，1997年至2001年的每个季度IBM都达到或超过了分析师的预期。1999年，由于养老金计划的重组，IBM的营业收入增加了8亿美元，市场泡沫也带来养老基金资产价值的增加。该公司在回购股票，通过减少流通股数量增加了每股收益，但同时也增加了公司的债务水平。2002年1月，IBM宣布它已经超过了2001年第四季度的预期数据，但这一业绩是由于出售业务单元产生了超过3亿美元的收入所致。

2001年，摩托罗拉公司从长期应收款中确认了29亿美元的收入，其中20亿美元来自土耳其的一个客户，由于摩托罗拉的融资安排，该公司拖欠了7.28亿美元的欠款。2002年第三季度，由于对证券化收入确认时间的预估出现变化，花旗集团确认了2.39亿美元收益，这进一步说明了应计会计的灵活性。由于直接贷款发放成本的摊销期增加，2002年9个月的业绩又增加了1.28亿美元。尽管SBC通信公司的股价连续12个季度下跌，但该公司向其首席执行官小爱德华·惠塔克（Edward Whitacre Jr.）支付了8 200万美元，因为该公司声称2001年和2002年的养老基金资产的长期回报率为9.50%。这允许它可以实现盈利，但事实上两年的实际回报都为负值。通用磨坊（General Mills）在养老金资产上获得了10.4%的回报，这使得它在2000年至2003年追加了265.7万美元的税后收入。随着股票市场的上涨，养老基金成为最受欢迎的获取收益方式，这也导致了该计划过度融资。1998年，财富500强公司的养老金计划资金量超过了2 500亿美元，但由于股市崩盘，2002年资金缺口也达到了2 500亿美元。

应计会计的另一个缺点是，它没有披露一家公司是否有足够现金来支付到期账单。在前面的例子中，应计会计需要立即对电脑销售进行确认，即使在下一年之前没有实际收到现金。然而，在应计会计确认的销售年度中并没有现金可用于支付账单。在盯市会计准则情况下，缺乏现金的情况可能在相当长的时间内存在，直到资产清算。这个差额由现金流量表来填补，现金流量表是对实际流动性的度量，因为它主要基于现金的会计。该报表可以使分

析师看到现金流入和现金流出，以老旧的方式来判断一家公司是否可持续。

秘密储备

20 世纪 60 年代渐增的兼并活动伴随着管理层的盈利操纵，目的是提高股价以帮助收购成功。“洗大澡”指在一个会计期间进行巨额冲销，以消除公司之前的损失，因为这些损失会对收入形成拖累。这些冲销往往归咎于过去的管理不当，或被认为是一次性事件，目的是减轻当前管理压力以允许其在未来报告更高的收入。公司业务的“准重组”是另一种注销累计亏损并实际重新开始业务的方式。“洗大澡”和重组被认为存在误导，因为新股东在看公司的财务报表时并不知道过去的损失。SEC 已采取措施制止这种会计滥用，但许多公司，如百事公司，仍然在 20 世纪 90 年代使用了“洗大澡”方法。

担心的事情还包括使用储备账户来平滑收入。最初，秘密储备账户被用来在困难时期增加收益。在欧洲，传统上广泛使用这种秘密储备来进行盈余管理。这被认为是一个可接受和审慎的做法，类似于为下雨天准备结余或在饼干罐储备零钱以备家庭不时之需。1929 年，英国的贸易委员会创设了一个公司法修正委员会，该委员会考虑使用秘密储备来平衡收入。出席委员会的大多数人都认为这些储备金是审慎的做法。一名代表声称，如果没有秘密储备，英格兰在 1921 年经济衰退之后，将不会有企业找到出路。律师理事会声称，使用秘密储备是一项良好的商业惯例。然而，有批评者认为，秘密储备使得公司可以隐藏本已衰败的业务。皇家邮件蒸汽包公司（Royal Mail Steam Packet Co.）破产的案例支持了上述批评意见，该公司利用其秘密储备藏匿其业务问题，直至破产。

1890 年至 1920 年，在美国使用秘密储备较为常见，但在第一次世界大战后它被批评误导投资者，因为这些投资者在不了解资产价值的情况下出售了股票；很少有人关心秘密储备在平滑收益中的用途。第二次世界大战中，美国使用了“战争特别储备”，这些储备应该用于应付战争带来的意外情况，但它实际成为平滑收益的基础。

饼干罐储备

为下雨天做好储备通常被认为是审慎的，但 SEC 主导的充分披露条款并不这么认为。SEC 在第二次世界大战后试图限制秘密储备的使用，在 SEC 的压力下，FASB 在 1990 年宣布要求在财务报表的脚注中披露应急储备。

通过使用“公开的”储备金账户很容易逃避秘密储备金的禁令。在权责发生制会计方法下准备金账户用来反映当前交易未来的预期损失。例如，使用储备金账户用来抵销预计无法收回的应收账款与当前销售额的差额，并将其记录为当期收益。在销售强劲时期，管理层可以通过夸大储备金账户中预期损失的金额，来减少该期间盈利，以符合金融分析师的预期。在销售额未达预期的季度，管理层可以“发现”无法收回的应收账款少于预期，进而将储备金内的超额准备作为收入，从而达到分析师预期。这种做法通常被称为饼干罐储备。

尽管 SEC 反对，饼干罐储备仍成为美国上市公司的常见做法。巨型计算机软件公司微软承认在 20 世纪 90 年代持有大量的饼干罐储备。这些储备是为了在收入下降的情况下平滑收入。SEC 于 1998 年起诉佛罗里达的制药商格雷斯（W. R. Grace），该公司数年积累了 2 000 万美元的储备金用于平滑未来收益。普华永道会计师事务所为一家破产预付电话卡公司智慧通话电信服务公司（SmarTalk TeleServices Inc.）的审计工作受到了 100 万美元的罚款。会计师事务所允许智慧通话在 1997 年创建一个 2 500 万美元的重组储备，因为当时没有相关的组建费用。该储备使公司能够在未来几年顺利实现收益。普华永道会计师事务所的审计师更改了工作文件，以便在股东对公司提起诉讼时，掩盖他们参与这项活动的行为。该账户的审计合伙人菲利普·希尔（Philip Hirsch）被 SEC 禁止执业一年。

暗转

暗转是另一种操纵账户和管理收入的方式。这种做法要向客户发送不需要的商品，而这些商品以应计会计的名义作为销售和收入进行记录。通常而

言，对不需要的物品有返还的权利，这意味着物品将在稍后的日期被退回，同时要求在稍后的日期撤销销售。这是一个临时的权宜之计，因为金融分析师要求每季度有持续的收入增长。随着 20 世纪末经济减速，实际销售减少，这种会计操纵手段有愈演愈烈的趋势。

一个早期的暗转案例是关于博士伦公司的（Bausch & Lomb），该公司要求分销商在 1999 年末之前以高价购买 2 500 万美元的隐形眼镜。分销商在眼镜出售前都不需要支付货款，确实大部分眼镜也未出售，公司在第二年眼镜退回时遭致了巨大的损失。博士伦不得不三次降低盈利预测，导致其股价下跌了一半。虚增的利润额约为 1 800 万美元。博士伦公司成为股东诉讼的主要对象，指控该公司在 1999 年和 2000 年虚增盈利。博士伦以 1 200 万美元对诉讼进行和解。

美国的其他上市公司也参与到暗转交易中来，它们通过折扣或激励措施推销季节性商品、推动分销商立即购买产品，即使这些商品在下个季节之前可能不会出售。都肯妮公司（Donnkenny Inc.）是一家女装公司，他们甚至将存放在仓库中的货物确认为收入。微达因集团（Microdyne Corp.）参与暗转的方式是将那些没有需求的产品出售，但给予其退货权。美国证券交易委员会起诉了加利福尼亚州圣克拉拉市 Cylink 公司的执行官，该公司生产加密软件，其通过一个计划将季度销售额增加了近 100 万美元，而客户在收到产品后允许最多在三个月内将货物退回。

新光公司成为最糟糕的暗转公司之一。阿尔伯特·邓拉普［Albert（Al）Dunlap］受聘振兴新光公司，因为他以前振兴了斯科特纸业（Scott Paper Co.）。邓拉普获得了“链锯阿尔伯特”的绰号，因为他关闭或出售了斯科特纸业不赚钱的业务。这种强有力的战术在新光公司里被证明不够有效，所以该公司采用饼干罐储备来改善收益，并开始疯狂地暗转。新光公司的暗转是在一个激励计划下进行的，该计划涉及将新光公司的户外燃气烧烤炉以大幅折扣出售。这个计划的障碍是分销商不愿意购买比他们在当季销售量更多的烧烤架。否则，多余的烧烤架必须存储一段相当长的时间。为了克服这种担心因素，分销商被允许由新光公司持有烧烤架直至有需求。

这种暗转在1997年成功地提升了销售业绩，但导致了1998年的亏空。这种亏空反过来导致更加激进的会计策略。该公司通过允许收益返还权认为增加收入，这相当于在会计期间停止了商品销售。然后，公司从计算机系统中删除了关于商品退货的授权。这导致延长了解决客户回报的时间，使得公司推迟记录这些收益，从而延迟了收益对公司利润的影响。在这些销售曝光后，邓肯普被处以50万美元的罚款，并被SEC永久禁止担任上市公司高管。投资者罗纳德·佩雷尔曼（Ronald Perelman）在新光公司倒闭并申请破产后损失了6.8亿美元。佩雷尔曼在佛罗里达州法院起诉了新光公司的投资银行摩根士丹利，声称在他投资时摩根士丹利就新光公司的取消情况对他进行了误导。该法院因摩根士丹利未能提供文件说明其在该交易中的作用而被制裁。制裁不允许摩根士丹利为诉讼提出抗辩。陪审团最终裁定向佩雷尔曼总共支付14.5亿美元的补偿和惩罚性损害赔偿，法官又在损失利息上增加了1.3亿美元。

巨型制药公司百时美施贵宝公司宣布，它重估了1999年至2001年27.5亿美元的高额销售，也对利润进行了重估。收益是通过各种方式被抬高的，包括以重组费用形式的饼干罐储备。该公司也使用暗转方法，鼓励分销商购入本不需要的药物，以满足金融分析师的预测。批发商在鼓励下从公司购买了更多的药物，虽然这些药物并不是他们所需要的。路易斯安那州的退休计划和底特律市的退休计划对这些做法提出了挑战，它们提起了集体诉讼。联邦地方法院驳回了这一诉讼，但是养老基金提出了上诉。施贵宝公司由于安然事件会产生不利结果，所以在上诉法院裁定之前同意以3亿美元来和解，对于一个在下级法院已经获胜的案子，这算是付出了沉重代价。施贵宝也同意以1.5亿美元来解决SEC提出的会计问题。

百时美施贵宝（Bristol - Myers - Squibb）的首席执行官皮特·多兰（Peter Dolan）在2002年8月提交了认为财务报表是准确的宣誓书。这是SEC在安然事件后提出的要求。多兰在公司问题宣布后不得不放弃证实。他和其他高管成为了司法部刑事调查的目标。公司首席财务官费德里克·希夫（Frederick Schiff）和执行副总裁理查德·莱恩（Richard Lane）被指控存在会计操

纵。该公司根据递延起诉协议另外支付了3亿美元来解决这一问题。该公司同意进一步分拆董事长和首席执行官职责，以满足当前的公司治理风潮，此前公司还曾聘请退休联邦法官费德里克·莱西（Frederick Lacey）监督其财务报告。虽然存在以上问题，但多兰在担任高管期间看似是一个很好的管理者，可以确定为了提高效率其花费了1亿美元来购买行政飞机。对这些飞机的会计处理也必须重置。这些事件对未来财务报表的准确性存在影响。2004年3月15日，百时美施贵宝宣布再次重述财务报表，但这次重述将2003年的收入增加了逾2亿美元，将净收入增加了1.54亿美元。盈利增加是好消息，但很少有证据表明公司的财务报表是可靠的。

现金流量表

SEC指控戴纳基公司在其现金流量表中使用了不当的会计处理，涉及特殊目的载体（SPE）不能满足3%独立投资者的要求。这些交易名为阿尔法项目，它是为了满足金融分析师的关注而创设的，他们担心对远期合约使用盯市会计处理原则使得戴纳基的净收入和经营现金流量之间的差距越来越大。安然也面临同样的问题。为了缩小差距，戴纳基创建了一组复杂的SPE，用于将2001年的经营现金流量增加了3亿美元。SEC指控3亿美元实际上是一个伪装贷款。美国证券交易委员会指出“这是两个特别重要的原因”：第一，分析师认为经营性现金流量是诸如戴纳基这样的能源贸易公司财务健康的一个关键指标；第二，历史上，现金流量表被认为不会被篡改。[①]

戴纳基与SEC在此民事指控上达成了和解。但在几个月后这些信息披露时，戴纳基的股票价格从28美元下降到不到1美元。戴纳基随后同意支付4.68亿美元来解决加利福尼亚大学对阿尔法项目交易提起的股东集体诉讼。作为该解决方案的一部分，该公司还同意选举加州大学选择的两名个人到董事会任职，在针对有会计问题的公司集体诉讼案件中，这一要求将成为该机构的有利策略。休斯敦的联邦法官辛姆·雷克（Sim Lake）对戴纳基公司执

① *Securities and Exchange Commission v. Dynegy, Inc.*, SEC LEXIS 2415 (S. D. Texas Sept. 25, 2002).

行官在会计处理中的问题进行了严厉的判决。戴纳基的税务规划高级主管杰米·奥利斯（Jamie Olis）在审判后被判有罪，并被判处二十四年以上的监禁，这等同于二级杀人犯的刑期。在安然事件之前，他最多只能工作几年，但是法官引用了国会的强烈要求进行严厉判决。上诉法院后来裁定判刑过重。另外两个戴纳基的会计主管吉勒·香农·福斯特（Gene Shannon Foster）和海伦·克里斯汀·夏基盖儿（Helen Christine Sharkey）承认犯有欺诈罪，确保他们有的刑罚相对较轻。[①]

预计结果

另一个会计处理问题涉及对预计结果的滥用。管理层编制了不符合公认会计准则的会计报表，因为在审查期间有一个或多个偶发事件被排除在结果之外。预计结果允许管理层声称对于这样的偶发事件，公司的核心业务也是表现良好、有利可图的。这对投资者和分析师来说是有用的信息，但是预计结果也可能会被滥用。特朗普的酒店及赌场度假村公司声称，如果排除一次性费用，其预计结果超过了分析师的收益预期。然而，该公司并没有透露，为达到这个数字它包括了一笔 1 720 万美元的一次性收益。特朗普同意未来停止此种行为，以避免 SEC 因该疏忽而采取行动。

阿什福德（Ashford. com）是一家在线珠宝公司，为达到分析师预期，它在 2000 年 3 月错报了预计结果。这次错报通过不当地递延了与亚马逊在线（Amazon. com）合同项下的 150 万美元费用来完成。同年 9 月，阿什福德通过将其利润表上的某些费用分类从“营销费用”改为“折旧和摊销”，再次误报了预计结果。这种改变夸大了预计结果，因为这些报表没有将折旧和摊销考虑在内。

日特爱德公司

2000 年的市场低迷和经济萎靡，以及在某些情况下，产能过剩导致管理

① Holman W. Jenkins Jr. , “Should the Stock Market Be the Sentencing Judge?”

人员使用各种会计手段来掩饰这些事件对其公司财务状况的影响。一家因遭遇困难而采取会计操纵的公司是总部位于宾夕法尼亚州露营山（Camp Hill）的日特爱德公司（Rite Aid Corp.），该公司是美国第三大零售药房连锁店。它的会计问题由该公司新任首席财务官乔·斯皮克（Joe Speaker）举报而揭发。1999 年 6 月，日特爱德公司重置了 1997—1999 年的收入。该公司声称，它仅仅将这段时间的收入下调了几百万美元。然而，在 1999 年下半年，该公司进一步开展重述，总额达惊人的 16 亿美元。这是美国历史上最大的重述，尽管这一纪录后来将被多次刷新。

当重述被宣布后，日特爱德公司的股价下跌了 87%。公司的首席执行官马丁·格拉斯（Martin Grass）及创始人的儿子被迫辞职并被指控刑事犯罪，此外还涉及其他两位高管。联邦地区法院法官希尔维亚·兰博（Sylvia Rambo）拒绝了格拉斯关于就最高八年监禁进行协商的认罪协议。她希望有更多的监禁时间，这正成为一种在司法部门蔓延的疾病。法官后来作出了退让，格拉斯被判处有期徒刑八年并处罚金 50 万美元。最高法院裁定联邦量刑指引无效后，法官从格拉斯的判决中扣除了一年刑期。日特爱德公司的七十五岁的首席顾问兼副主席富兰克林·布朗（Franklin Brown）因对 SEC 进行虚假陈述、干扰证人、妨碍司法和其他不当行为而被陪审团判决有罪。为帮助公司渡过危机，他放弃了退休，但却面临着可能长达六十五年的监禁。他只被监禁了十年，但事实上是一生的监禁。包括该公司首席财务官（Franklyn Bergonzi）在内的其他五名高管也被定罪。兰博法官判处其监禁两年零四个月。执行副总裁埃里克·索金（Eric Sorkin）被判处五个月监禁。该公司解雇了审计师毕马威，并以 2 亿美元解决了股东诉讼。毕马威也同意支付 1.25 亿美元来解决股东集体诉讼索赔，这是根据证券交易委员会的反欺诈规则对审计师行为采取的最大矫正。案件律师收到这一矫正赔付金额的 25%。

冠群公司

冠群公司（Computer Associates International）是一家总部位于纽约长岛的软件公司，在其会计操纵曝光时，它是全球第五大计算机软件公司。公司负

责人查尔斯·王（Charles Wang）和另外两名高管在公司股价上涨时收到11亿美元的激励补偿，这时问题浮出了水面。王收到的份额是7亿美元，这创下了向行政人员支付薪酬的最高纪录。奖金发放两个月后，冠群公司宣布业绩未达到分析师预期，股价暴跌。王自动退出了经营并迅速退休。在冠群公司董事会任职的外部董事之一理查德·格拉索（Richard Grasso）是纽约证券交易所（NYSE）的负责人。格拉索后来会有一些他自己的补偿问题。格拉索之后因为自己的问题也进行了一些赔偿。

为在报告期结束时满足分析师预期，冠群公司错误地与客户签订了合同。虽然花了两年多的时间来更正这些记录，冠群公司最后还是在2004年4月承认其在2000年和2001年多簿记了超过20亿美元的收入。在此前的年度还错误地簿记了5.6亿美元。冠群公司将某些销售重复记录，在某些合同实际签订前就记作销售。上述问题揭露后，14名高级管理人员被解雇，其中包括公司的首席财务官艾拉·扎拉（Ira Zar）。扎拉之后承认其操纵了公司账户。另外两名管理人员大卫·里瓦德（David Rivard）和大卫·卡普兰（David Kaplan）也承认有罪。另一名管理人员劳埃德·西尔弗斯坦（Lloyd Silverstein）承认了对其妨碍司法的指控，公司的法律总顾问史蒂芬·沃金（Steven Woghin）也承认了这个罪名。公司新的负责人和首席执行官桑贾伊·库马尔（Sanjay Kumar）因为对这些问题负有责任而辞职并被起诉。公司最顶级的销售人员史蒂芬·理查德（Stephen Richards）也被解雇，之后被起诉。冠群公司与司法部达成延期起诉协议，并在此协议下支付2.25亿美元，但安达信（Arthur Andersen）否认存在这样的和解安排。这种做法可使公司逃避刑事指控。这2.25亿美元被用作受害投资者的赔偿基金，但在协议达成后的几个月内，几乎没有投资者有兴趣从赔偿基金中获得补偿。机构投资者，加利福尼亚公共雇员退休计划（Calpers），表示其正在等待政府为其成员进行补偿的命令。

约翰·斯温森（John Swainson）被聘请成为冠群公司的新任首席执行官，并获得了860万美元的酬劳。公司的困难持续到了2003年10月。因为担心会计问题波及的程度，公司股价下跌了10%，5%的公司员工被解雇。有股东要

求公司对解雇的高管提起诉讼并收回支付的奖金，但该提案遭到管理层反对。

施乐公司

施乐公司（Xerox）一直在苦苦支撑，但20世纪末随着收入的增加和股价的翻倍，公司似乎出现了转机。不幸的是，收入增长是通过会计操纵来实现的。施乐公司于2001年5月31日承认，由于墨西哥子公司存在问题，该公司“误用”了会计准则，并要对公司前三年的账务进行重述。灾难才刚刚开始。施乐公司最终对1997—2001年，共计64亿美元的收入进行了重述，这导致收入减少了30亿美元。该公司每季度都要通过实施“缩小差距”来提高收入，包括“顶层设计（topside）”会计分录（由管理层指导的会计分录）。公司里的举报人詹姆斯·宾汉（James Bingham）因为反对这些会计做法而被解雇。在公司滥用会计问题被暴露之后，施乐的股价下跌了90%。

施乐公司被美国证券交易委员会罚款1 000万美元，其中六名高管因为被指控存在会计滥用支付了另外2 200万美元。施乐公司同意为高管支付300万美元的罚款。美国证券交易委员会指控施乐公司的两名首席执行官（Paul Allaire）和理查德·托曼（G. Richard Thoman），“在公司内部设定了‘高层声音’，这等同于为满足短期盈利目标的商业成功”，但公司的首席财务官巴里·罗梅里尔（Barry Romeril）人为地“对经营部门的报告结果进行会计调整以加快收入增长”。[①] 英籍会计师罗梅里尔（Romeril）被SEC永久禁止会计执业。施乐公司的会计政策主管，加拿大会计师格雷戈瑞·泰勒（Gregory B. Tayler）被暂停执业三年。该公司的会计师事务所——毕马威会计师事务所及其五名合伙人也因对施乐公司的审计过于“温和”成为了美国证交会的指控对象。[②] 毕马威也有其他的问题，它为解决1997年对牛津健康中心（Oxford Health）审计中的问题支付了7 500万美元。牛津健康中心也支付了3亿美元解决对其医疗违规行为提出的诉讼。诉讼是由科罗拉多州的员工退休协会（Colorado Employees Retirement Association）提起的。从那时起，每次公司丑

① SEC News Release 03 - 70.

② Adrian Michaels, “KPMG Accused of Ignoring Xerox Warnings.”

闻或挫败后，工会养老基金都会被提起诉讼。之后，毕马威会接受了谴责并支付了2 250万美元来解决美国证券交易委员会对其审计施乐工作的指控。这个数字包括退回审计费用及其利息。毕马威也同意为审计工作设立审查程序，并设立举报程序。

关键路径公司及其他

关键路径公司（Critical Path）是一家位于旧金山的电子邮件软件制造商，其重述了2000年两个季度中约2 000万美元的收入。该公司制作了虚假的销售合同，为增加收入，该公司隐藏了可能影响收入确认的意外事件和后续的软件许可协议。公司总裁和普华永道前审计师戴维·撒切尔（David Thatcher）承认了有关证券诈骗的指控。他被罚款10万美元，但仍被允许保留出售关键路径公司股票而获得的860万美元。关键路径公司的另一个执行官蒂莫西·甘利（Timothy Ganley）在获知公司不能达到分析师的盈利预期后，出售了3.2万美元的关键路径公司股票，他因此受到指控。在此问题披露后，关键路径公司的股价从113美元的高点下跌到1.85美元，该公司的估值从38亿美元骤降至1.92亿美元。

康塞科公司（Conseco Inc.）是一家位于印第安纳州卡梅尔的保险和金融服务提供商，美国证券交易委员会指控该公司存在会计欺诈。该公司被要求对所持有证券进行盯市处理，但在1999年证券价值下跌时，其未能进行价值减记。其动机是希望避免对公司股票价格产生不利影响。康塞科公司宣布破产，并以10.6亿美元出售绿树金融（Greentree Financial），此价格与1998年康塞科为收购绿树金融支付的64.4亿美元比起来大打折扣。该公司的首席财务官罗林·迪克（Rogin Dick）和首席会计官詹姆斯·亚当斯（James Adams）被美国证券交易委员会（SEC）指控在会计不当操作中存在履职不力行为。其二人都从康赛科辞职。美国证券交易委员会断言，他们这么做的动机为了获得公司总额达1亿美元的贷款，他们曾经用这些贷款来购买康赛科的股票。

康赛科连续为其高管支付了赔偿费用。尽管公司在其首席执行官斯蒂芬·希尔伯特（Stephen Hilbert）手上瓦解，不得不申请破产，但康赛科还是

支付了希尔伯特1.7亿美元。他在2000年获得了7 400万美元的遣散费。尽面临不断的财务问题，但康塞科公司后来仍为高管人员们支付了更大的费用。希尔伯特的继任者加里·温特（Gary Wendt）在服务两年后获得了5 300万美元。温特之后的继任者是威廉·谢伊（William Shea），他在工作两年后收到了1 350万美元的遣散费。该公司的董事长格伦·福莱（R. Glenn Hillard）在2003年获得了2 000万美元的补偿。

埃培智集团（The Interpublic Group of Companies Inc.）重述了其在1997年至2002年不当加入其会计报表中的收益1.813亿美元。2002年8月5日，该公司宣布推迟发布第二季度10－Q表。这导致股价下跌了35%。公司同意支付650万股自有股份和2 000万美元现金，总价值约为9 600万美元来解决公司针对其会计操纵的集体诉讼和衍生诉讼。现金被用于聘请律师和支付费用。该公司进一步同意聘请平克顿合规服务公司（Pinkerton Compliance Services）来担任会计不当行为报告的第三方调查员，为期五年。

PNC金融服务集团在2001年被要求两次重述会计报表。这些重述减少了3.77亿美元的收益，减少的收益相当于之前报告收益中的1/3。PNC金融服务集团将不良贷款投资组合转移到了三个特殊目的实体，以此将其出表。根据与司法部达成的延期起诉协议，PNC金融服务集团同意支付1.15亿美元的罚金。美国国际集团有限公司（AIG）是一家大型保险公司，美国证券交易委员会起诉其通过允许不良贷款从银行账户转移到美国国际集团（AIG）子公司账上，从而为PNC金融服务集团的会计欺诈提供便利。AIG也被卷入到了其他丑闻中。

银行家信托（Bankers Trust）承认了联邦刑事犯罪指控，该公司的高级官员挪用了本应保留在纽约州的1 910万美元无人认领支票和其他信贷到银行账上。1994年至1996年，银行陷入了因吉普森·格瑞廷（Gibson Greetings）等人出售复杂衍生品而损失的丑闻中，但利用该转移改善了银行的业绩。银行家信托同意向司法部支付6 000万美元的罚款，并向纽约州另行支付350万美元的罚款来解决此问题。银行家的一名执行官金登就指控认罪，但陪审团对该银行的其他两名高管进行了无罪释放。银行家信托后来与德意志银行进行

了合并。更为巧妙的是，美国银行通过免税交易将问题贷款转移给子公司，以换取子公司的股权。该子公司对贷款进行了减记，引发了美国银行对该子公司股票的减记，从而使美国银行对子公司的投资形成了税收损失。最终结果是节省了4.18亿美元的税收支出，并在交易完成的季度大幅度减少了公司的税率。

抵押经纪公司MCA金融公司1998年通过高估抵押贷款及未扣除无法收回债务来增加账户价值，此举被美国证券交易委员会控告。美国证券交易委员会指控该公司的审计师格兰特·桑顿（Grant Thornton）协助和怂恿这些错误的会计陈述，桑顿同意支付150万美元来解决上述指控。在另一个案子中，安永会计师事务所审计合伙人托马斯·特鲁吉（Thomas C. Trauger）阻止货币监理署（OCC）和证券交易委员会调查内科斯特信用卡公司（NextCard Inc.）如何簿记违约信用卡而修改工作文件，他因此被捕。在此之后，内科斯特信用卡公司的股价下跌了超过80%。特鲁吉告诉另一位合伙人，他们需要“强化”他们的工作文件，以确保这些档案不会被“一些聪明的律师”梳理。安永会计师事务所的另一位审计师奥利弗·弗拉纳根（Oliver Flanagan）承认了对他参与这项计划的指控。

2001年7月，伊利诺伊州橡树溪街的高级银行FSB倒闭了，这是十年来最大的银行倒闭案。联邦存款保险公司（FDIC）的损失预计将超5亿美元。该银行是次级贷款的贷款人，向信用历史不佳的个人贷款发放。其损失来自证券化的次级抵押贷款，而这些贷款正在经历大规模的违约。该银行由纽约房地产开发商阿尔文·德沃曼（Alvin Dworman）和芝加哥富裕的普利茨克家族共同拥有，该家族也拥有凯悦连锁酒店。普利茨克家族同意在十五年内向存款人支付4.6亿美元，以此解决对银行倒闭的索赔。联邦存款保险公司向该银行的审计师安永会计师事务所提出了20亿美元的诉讼，因为事务所没有正确地对银行账簿和交易记录进行审计，从而导致“上级资产被严重错报”。该诉讼被驳回，因为FDIC已经与安永会计师事务所签署了强制仲裁条款。安永事后同意支付1.25亿美元来解决联邦存款保险公司的诉求。普利茨克家族将获得3 100万美元的金额。这很有必要，因为家庭争吵将导致财富分裂。为

FDIC 处理案件的律师斯蒂芬·斯奈德（Stephen Snyder），在针对第一联盟集团（First Union Corp）盗用自动标题搜索系统的诉讼中，也为斯梯尔软件系统公司（Steele Software Systems Corp）赢得了 2.76 亿美元的补偿。然而，法院将这一数字减少了 1 亿美元。斯奈德之后在《华尔街日报》和《纽约时报》上开始了一项价值 100 万美元的广告宣传活动，其向客户征集 10 亿美元的诉讼。有趣的是，监管该银行的储蓄监督办公室（the Office of Thrift Supervision）直到安永会计师事务所要求银行注销部分证券化次级抵押贷款前，对其的监管排名依然非常靠前。

汉密尔顿银行（The Hamilton Bancorp Inc.）2002 年被货币监理署（OCC）关闭。其董事长爱德华多·玛斯菲尔（Eduardo Masferrer）、执行副总裁胡安·卡洛斯·伯纳斯（Juan Carlos Bernace）和高级副总裁约翰·雅各布（John MR Jacobs）成为 SEC 的指控对象，指控他们在与其他银行进行交易操纵以隐藏银行的损失。这些交易涉及用互换来达到以“调整后的价格”进行交易。这是十多年来美国第二大银行出现倒闭，排在高级银行倒闭之后。1994 年至 2002 年，家居国际公司（Household International Inc.）的账户出现膨胀，据报告其收入出现了“戏剧性”的持续增加。公司的股票相应上涨，但在家具公司宣布重述账户后，股价出现加速下跌。账户重述减少了 3.86 亿美元的收入和权益。家居公司在贷款业务方面也出现了其他监管问题，股票价格在不到三个月的时间内从 63.25 美元下跌至 28 美元。该公司已被安达信公司审计过。

北脸公司（North Face Inc.）的首席财务官被美国证券交易委员会禁止担任上市公司的高级管理人员或董事五年，因为该公司在 1997—1998 年的财务业绩数据出现了错误。除此之外，他还不当地确认了易货贸易和寄售销售的收入。德勤律师事务所的审计合伙人，也是北脸公司的审计人。理查德·菲德尔曼（Richard Fiedelman）被禁止上市公司审计至少三年，但他在美国证券交易委员会下达禁令时已经退休。莱斯利·费伊（Leslie Fay）的首席财务官因为会计欺诈虚增公司收入而被判处 9 年有期徒刑，随后莱斯利费伊宣布破产。另一家热成像产品制造商前视红外系统（FLIR Systems）的高管人员的技

术更不高明，他简单地将上市费用列为资产并夸大应收账款。该公司的三名高管因涉嫌会计欺诈而被起诉。

针对百老汇戏剧制片人莱温特公司（Livent Inc.）的两名前高管的起诉于1999年提起，因为公司的账户被虚增了3.25亿美元。其中一名高管加斯·德雷宾斯基（Garth Drabinsky），曾是广受欢迎的音乐剧魅影的生产商。他逃到加拿大，以躲避在美国的起诉，但他被加拿大皇家骑警（the Royal Canadian Mounties）逮捕，受控与莱温特的活动存在欺诈行为。莱温特公司中的欺诈被发现后，该公司被卖给了一个以迈克尔·奥维茨（Michael Ovitz）为首的投资者团体。奥维茨短期担任过华特迪士尼的执行长，他的遣散费已经成为企业超标赔偿的缩影。

加利福尼亚州门洛帕克的数据库软件生产商因佛米克斯公司（Informix Corp.）在1997年宣布对1996年的收入进行重述，将收入减少2亿美元。重述后，该年收入为9 700万美元，亏损7 300万美元。除此之外，因佛米克斯公司将与包括惠普公司（Hewlett - Packard）和富士通公司（Fujitsu）在内的多家公司签订的合同确认为了收入。这些公司在协议中被允许他们单方取消交易。因佛米克斯公司的股价在这些会计操纵披露后，从12.20美元下跌至6.25美元，股票市值减少了9亿美元。因佛米克斯公司的首席执行官菲利普·怀特（Phillip E. White）1996年从该公司股票销售中获利320万美元。他因此被起诉犯有证券欺诈罪并认罪。该公司及其审计师安永会计师事务所以1.42亿美元解决了股东的集体诉讼。因佛米克斯公司将其软件操作出售给IBM。

海岸公司（Seaboard Corp）的一家涉及虾类养殖的子公司发现其低估了1995年至2000年的费用来增加收益。爱迪生学校（Edison Schools）被起诉其近一半的收入实际上是代表爱迪生学校的学区向第三方支付的费用，爱迪生学校解决了这个起诉。这种不当会计处理大幅增加了收入，提高爱迪生股票的价格。由于对家具销售收入的簿记不当，硬件修复公司（Restoration Hardware）也发生了少量的会计重述。

足侣公司（Just For Feet）是另一个会计丑闻的主角。该公司位于阿拉巴

马州的伯明翰，经营着大量的鞋店，其中包括其收购“运动的阁楼公司”时收购的鞋店。该公司在破产前以在超级碗广告中具有种族攻击性而著名。徽标运动公司（Logo Athletic Inc.）的总裁托马斯·辛恩（Thomas Shine）被指控误导了足侣公司的审计师德勤会计师事务所，以致错误地确认了本应归属于足侣公司的 70 万美元的应收账款，他对此认罪。菲乐（Fila）美国公司的总裁兼首席执行官乔恩·爱泼斯坦（Jon Epstein）承认，其帮助足侣公司进行了会计操纵，允许它记录了对菲乐公司本不存在的 140 万美元应收账款，他对此认罪。来自阿迪达斯、匡威和徽标运动的高管也承认类似指控。

足侣公司的会计问题被披露时，其股价暴跌，市值下跌了 7 亿多美元。在公告发布之前，该公司出售了 2 亿美元的票据，那些票据的持有人只有在破产中索赔。该公司的高管在披露这些会计操纵问题之前，设法出售了 5 000 万美元的股票。公司创始人唐·阿伦·鲁滕贝格（Don – Allen Ruttenberg）的儿子因为对会计欺诈负有责任而承认了刑事指控。足侣公司的执行官彼得·伯曼（Peter Berman）同意支付民事处罚和 5.2 万美元的罚款来解决 SEC 对其指控。他也被禁止担任上市公司的高级管理人员或董事。足侣公司的审计师德勤因为存在利益冲突而遭到集体诉讼，因为他们也试图从足侣公司获取咨询合同。德勤解决了这些索赔要求，并支付了 37.5 万美元来解决 SEC 的控诉。德勤的审计师史蒂文·巴里（Steven Barry）被 SEC 禁业两年，凯伦·贝克（Karen Baker）被禁业一年。

还有更多的问题

镜像公司（Spiegel Inc.）自 1905 年起就是一家目录零售商，该公司于 1988 年收购了户外服装店埃迪鲍尔（Eddie Bauer），并在互联网繁荣时期进军网上销售，以革新业务。德国商人迈克尔·奥托（Michael Otto）拥有该公司 90% 的股份。其余的股份由公众股东拥有，主要集中在美国。公司的销售业绩在 1999 年恶化，镜像公司的高管们创立了一个被称为“轻松信用、提振销售”的业务计划。该计划涉及将信用卡推销扩大到次级信用风险。这些应收款被证券化后从资产负债表中移除，但是经济下滑导致了大量违约，这些违

约即将触发证券化计划下的支付要求，上述事实将使镜像公司破产。但镜像公司的主管们对触发条件进行了错误估计，这使得公司再度持续了两年。公司的状况继续在恶化，其在 2003 年申请破产之前，已经 15 个月没有向 SEC 提交报告了。奥托声称，为挽救公司和 7 700 名员工的工作，他决定不提交这些报告。奥托认为，没有提交档案只会导致罚款。他最终支付了 1.04 亿美元来解决镜像公司债权人的破产索赔。那些债权人也占有了镜像公司的剩余资产。

一家名为雷诺特和霍斯派语音用品（Lernout & Hauspie Speech Products）的比利时公司在纳斯达克上市，在其宣布因涉嫌会计欺诈而破产前，市值估计高达 100 亿美元。美国 SEC 指控，该公司在 1996 年至 2000 年将贷款视为销售，通过与壳牌公司的往返交易来增加收入，并虚构客户账户，总共伪造了其 70% 的账户。该公司制作了语音识别软件，管理火箭（Rocker Partners）对冲基金的空头马克·柯赫兹（Marc Cohodes）将公司的隐情和盘托出。他在为儿子购买软件时发现该公司运输的产品并没有人订购。该公司的审计师毕马威—比利时强烈地抵制向美国联邦法院提供文件，因为法院接受了失望的投资者提出的索赔请求。毕马威企图向比利时法庭获取援助，以抵制美国法庭，但后来它同意支付 1.15 亿美元来解决集体诉讼。毕马威在美国和比利时的机构都受到破产法庭的攻击。总的算来，他们试图从会计师事务所获取超过 7 亿美元。该公司受托人的一起诉讼案被驳回，理由是该公司与毕马威会计公司在不当行为中各有过错。

哈利运动公司（Sport - Haley Inc.）被指控操纵账户，该公司错误地记录在制品库存和成本，并低估损失。该公司总部位于科罗拉多州，主营业务是分销高尔夫服装。会计师肯尼斯·莱克龙（Kenneth R. LeCrone）因为认证了哈利运动公司的财务报表而遭到 SEC 指控。他受雇于休斯莱文会计师事务所（Levine, Hughes, and Mithuen Inc.），该事务所在获知 SEC 调查后破坏并更改了工作文件。该会计师事务所与证交会达成和解协议，同意向证交会支付 5 万美元的罚金并禁业至少三年。

飞机和军事设备制造商雷神公司（Raytheon Company）同意支付 4.1 亿美

元来解决纽约州退休计划提出的集体诉讼。该诉讼指控雷神在 1998 年至 1999 年操纵财务账户，对于未完成合同未能承担损失，对尚未签署的预期合同确认了收入。据报道称，被告普华永道已经支付了 5 000 万美元来解决这些索赔。雷神公司向 SEC 支付 1 200 万美元来解决对其会计操作不当的指控，同时解雇了其首席财务官爱德华·普利纳（Edward S. Pliner）。该公司还支付了 3 900 万美元来解决另一名股东关于对 2000 年出售某些资产提出的诉讼。普华永道还有其他问题。它因为对艾默科公司（Amerco Inc.）下属的地下运输公司（U - Haul International）的审计工作存在问题而另外支付了 5 000 万美元。

网关公司（Gateway, Inc.）是一家计算机制造商，SEC 指控其就计算机的销售数据误导了分析师，操纵了 2000 年的收益数据。该公司在对指控不置可否的情况下与 SEC 达成和解。该公司的三名高管被指控与这一事件中的不当行为有关。网关公司声称其在饱和的个人电脑市场上做得很好。事实上，公司电脑销售量正在下降，2000 年公司的净收入几乎为零，而公司收入是非经常性项目和账户虚增的结果。SEC 指控网关公司误导投资者，未披露次级贷款对高信用风险客户周边销售的影响。该信贷额度虚增至 1.12 亿美元来满足分析师对 2000 年第二季的财务预期。该公司还向另一家公司出售了 5 000 万美元的优质消费贷款，以便可以在第二季度确认收入。为了这一销售，网关公司不得不向采购公司提供 5 000 万美元的贷款。通过这种手段，网关公司稍微超过了分析师预期。

2000 年第三季度，网关公司的预期业绩与实际业绩之间的差距更大地扩大了。然后，该公司通过一项名为 DDS（更糟糕的麻烦）的计划信贷扩大到风险较高的消费者。这些贷款的损失预计将超过 50%，但总量仍然达到 8 400 万美元。同时，网关公司减少了贷款损失准备金以进一步提振收入。为满足分析师对第三季度预期，公司向供应商出售了 2 100 万美元的电脑。即使供应商有对未出售电脑的完全退货权，也即在他们实际发货给客户前没有义务购买电脑，但该销售还是被预先确认为收入。其他措施还包括减少为专利侵权索赔潜在负债所预留的储备金。SEC 对这种不当行为的制裁只是发布了停止

令，与对其他公司的严厉制裁形成鲜明对比。

一家达拉斯软件公司 i2 科技公司（i2 Technologies Inc.）承认其在 1997 年至 2002 年不当地确认了 10 亿美元的收入。该公司同意支付 1 000 万美元来解决 SEC 对该不当行为的指控。除此之外，该公司不当地确认了 4 400 万美元的软件许可证易货交易，其时软件交易的收入并未真正开始，收入尚未形成。

百富勤公司（Peregrine Systems Inc.）中有 11 人被指控在 1999 年至 2001 年虚增账户数据来提高公司股票价格。被告用虚构的季度末交易或在交易中提供不具约束力的协议，这些交易涉及与第三方供应商的软件销售，这些供应商常常与贿赂相关。毫不奇怪，这些客户并没有进行真实支付，这导致百富勤的应收账款大增。然后，百富勤将应收款出售给银行，并将其从公司的资产负债表中删除，即便这种销售是建立在有追索权基础上的。其中一些应收账款以假发票为基础，包含一笔高达 1 958 万美元的销售。若干名高管人员承认对其的刑事指控。一位执行副总裁还向他人吹嘘这笔交易，声称他计划开设一家名为“Quartermaker Inc.”的公司。在执行该计划的过程中，百富勤的高管们出售了数百万美元的股票。

往返交易

SEC 对能源公司瑞莱特能源（Reliant Resources Inc.）采取了行动，该公司因为“往返交易”被商业期货交易委员会（CFTC）制裁。CFTC 对往返交易的指责使得该交易成为 SEC 的目标，因为这些交易虚增了向公众披露的财务报表中的收入数据。往返交易被等额的费用相抵销，但对于股票分析师而言，重点是收入和利润增加了。交易损害了公司利润率的事实却在很大程度上被忽视了。

SEC 进一步指控，瑞莱特结构化的“掉期交易”将大于预期的收益转移到随后的几年。这次的掉期交易涉及四个财政进行结算的天然气掉期交易，将约 2 000 万美元从 2000 年转移到 2001 年。“12 月的两次掉期交易分别是以 26.50 美元每百万英热单位的价格出售（或固定现金流入）150 万百万英热单

位的天然气，以39.85美元每百万英热单位的价格购买（或固定现金流出）150万百万英热单位的天然气，交易双方完全抵销，导致了2 000万美元的税前亏损。两次1个月的掉期分别是以13.215美元每百万的价格购买310万百万英热单位的天然气，以19.6747美元每百万的价格出售310万百万英热单位的天然气，交易双方再次完全抵销。"[①] 瑞莱特在2002年7月宣布对其近三年的收入进行重述，因为由于往返交易收益被人为地增加了78亿美元。瑞莱特对指控不置可否。在此种情况下，对该公司的制裁仅限于暂停和停止业务。

SEC也将其他能源公司作为了审查目标，其中包括CMS能源公司（CMS Energy Corp.），该公司通过与瑞莱特和戴纳基的往返交易使收入增加了52亿美元。SEC指控戴纳基公司通过其电子交易平台（Dynegy Direct）从事此类交易使资产负债表扩张。具体而言，SEC指控2001年11月15日，戴纳基公司在电子交易平台上进行了两次大规模的往返交易，同时以相同的价格、期限和数量购买和出售了电力，导致交易双方既不增加利润，也不形成损失。当时，戴纳基公司正试图提升行业对电子交易平台流动性的看法，但往返交易也导致2.36亿美元的收入增长。戴纳基在对指控不置可否的情况下与SEC达成和解。上述信息披露后，戴纳基的首席执行官辞职，公司同时关闭了能源交易业务。戴纳基的审计师，已经倒闭的安达信公司后来同意支付100万美元来解决由于其审计失误带来的索赔。

胜腾集团（Cendant Corp.）在安然事件前也发生了财务丑闻，它是一家拥有戴尔汽车旅馆连锁店（the Days Inn chain of motels）和21世纪大型房地产经纪商的（Century 21）营销商和酒店特许经销商。胜腾虚增收入超过5亿美元。在事件揭露后，该公司的投资者目睹了股价从35美元下跌到19美元，公司市值蒸发了190亿美元；其中有140亿美元是在一天之内蒸发掉的。这是迄今为止最大的一次会计欺诈行为，但这一称号后来被安然及其他公司夺得。胜腾公司同意向投资者支付35亿美元就会计操纵的索赔进行和解。这是历史上金额最大的一次和解。该集体诉讼的首席原告是加州公务员退休计划

---

① *In re Reliant Resources*, Inc., Securities Exchange Act Release No. 47828.

（Calpers）。作为和解方案的一部分，胜腾公司被迫对公司治理进行了一些改革，其中包括将大多数外部董事选举进入董事会，只允许外部董事参加审计、提名和薪酬委员会。胜腾公司还同意放弃董事交叉选举，并禁止对员工对股票期权进行重新定价，除非获得多数投票权股东的同意。三名员工对舞弊犯罪的起诉认罪。他们分别是公司的首席财务官科斯莫·科里格利诺（Cosmo Corigliano）、实际控制人阿内·彭伯（Anne Pember）和公司会计师卡斯珀·萨巴蒂诺（Casper Sabatino）。

腾达的董事长怀特·A. 福布斯（Walter A. Forbes）在这些会计问题披露前就出售了1 100万美元的腾达股票，他因此被起诉。福布斯和腾达副总裁柯克·谢尔顿（Kirk Shelton）被指控虚增公司收入。谢尔顿获罪十二项，但陪审团无法就指控达成一致判决，福布斯被宣布无罪。这种欺诈也发生在CUC国际公司（CUC International），该公司在并购后成为腾达公司的一部分。自1983年上市以来，CUC一直在虚增账户。腾达公司的审计师安永会计师事务所支付了3.35亿美元来解决因其未能发现这种欺诈行为而带来的诉讼。腾达公司也被起诉，并向安永会计师事务所追索数10亿美元。SEC在日后禁止安永会计师事务所的两名合伙人审计上市公司。腾达公司从丑闻中复苏过来后，2003年向其首席执行官亨利·西尔弗曼（Henry Silverman）回报了1 380万美元的现金奖金。而当年他收到的补偿总额高达6 010万美元。

软件公司微型策略（Microstrategy Inc.）对其1997年至1999年的财务数据进行重述后，发现出现了损失而非其向证交会提交文件中所声称的产生了大量利润。重述之后，微型策略的股价从140美元下跌至86.75美元。由于股价下跌，该公司的创始人迈克尔·塞勒（Michael J. Saylor）的净值下降了61亿美元。微型策略的审计师普华永道会计师事务所同意支付5 500万美元来解决由于其审计失误而招致的赔偿要求。审计合伙人沃伦·马丁（Warren Martin）也被SEC禁止执业两年。普华永道面临的另一个问题来自其对中美洲废物系统（Mid – American Waste Systems）的审计，这家在纽约证券交易所上市的公司在1997年破产了。联邦法官对其审计失败带来的集体诉讼进行了认定。

安永会计师事务所对织机水果公司（Fruit of the Loom Inc.）的审计中也存在失误，它因此也成为诉讼对象。该公司被指责在销售“拉动”计划中使用早期的发货数据来粉饰销售额的增加，以此满足分析师的期望。德勤同意支付2 400万美元来解决由于其审计亚特兰大的软件服务提供商孟菲斯公司（Medaphis Corp.）存在失误而引发的索赔。孟菲斯不得对其1995—1997年的账务进行重述。《金融时报》和企鹅图书的所有者皮尔森PLC（Pearson PLC）在发现企鹅图书没有扣除快速付款的折扣后，收益大减，其在过去六年间盈利，因此虚增了1.63亿美元。

水星财经（Mercury Finance）透露，其在1995年至1996年的收益100%地被高估。公司首席执行官和控制人因此辞职。分租公司（Rent - Way Inc.）经营了1 000多家以租代售店铺，由于高估了库存，并将费用处理为资产，其对2000年的1.1亿美元收入进行了重述。乔安织物连锁的股东织物中心（Fabri - Centers）被SEC指控，因为其在季度财务报告中没有披露低估所售商品成本的事实。该公司同意支付330万美元来进行和解。

卡马特

在21世纪经济开始下滑后，卡马特成为陷入困境的典型美国企业。由于担心卡马特经营的可持续性，其股价大幅下跌，在一周内下跌了70%。卡马特后来演变成了西尔斯百货（S. S. Kresge），其股票在20世纪20年代由美林公司承销，美林公司还承销了其他连锁企业，如西方汽车公司。该承销为美林公司未来的承销业务奠定了基础，也成为证券行业的典范。

2002年1月22日，卡马特依据《破产法》第11章被裁定破产，就像安然公司丑闻一样公布于世。这是历史上最大的零售企业破产案。之前的记录被联邦百货公司（Federated Department Stores）保持，它在20世纪90年代初破产。卡马特紧跟安然公司成为当时最大的破产案。卡马特被裁定破产前，报道称年销售额近400亿美元。卡马特的破产对当时衰退的经济也是一种震撼。佛罗里达州的众议员威廉（比利）陶兹［William（Billy）Tauzin］声称，无论如何，卡马特的破产是信息完全披露的一种胜利，因为该公司的财务报

表已显示了其溃败的轨迹。但这对股东来说无法接受。

随后，联邦政府又对卡马特的两名高管人员提起了诉讼，因为他们的证券欺诈和其他违规行为与卡马特的破产案有关。政府指控那些高管向卡马特的会计师就各种交易的问题撒谎。这些指控后来撤销了，因为政府没有足够的证据来证明其主张，加上为何高管要首先被起诉的问题被提起。联邦法官驳回了对审计师普华永道律师事务所的索赔。SEC 向三名卡马特公司的高管提出指控，因为他们在 2000 年的最后一个季度通过簿记供应商津贴来使公司收入虚增 2 400 万美元。百事可乐公司、伊士曼·柯达公司和可口可乐公司的高管遭到 SEC 的指控，指控其协助卡马特进行会计操纵。百事可乐公司也参与到杂货经销商弗莱明公司（Fleming Co.）类似的交易中，弗莱明公司有自己的会计问题和破产问题。

卡马特在关闭了数百家门店后幸存下来。公司重要的业务线之一就是营销玛尔塔·斯图尔特品牌产品。这个名为“日常”的产品系列在斯图尔特的影响下给消费者留下了鲜明的形象。但斯图尔特的营销价值在其被起诉妨碍司法后大打折扣。卡马特在整个事件中始终与她一起面对公众，卡马特甚至在世界系列广告中使用了她。卡马特在 2004 年 11 月兼并了西尔斯—罗巴克公司（Sears，Roebuck & Co.），合并后的公司成为美国第三大零售商。

第 3 节　泰科丑闻

泰科的成长

泰科国际有限公司（Tyco International Ltd.，不要与美泰公司旗下的泰科玩具有限公司混淆）是一个成功的大型集团，其在几年的时间内收购了 1 000 多家公司。泰科公司总部最初位于新罕布什尔州埃克塞特市，其于 1995 年将运营总部从新罕布什尔州搬迁至纽约，并于 1977 年将注册地转移至百慕大。后者将泰科的税负支出从 34% 降至 25%。

泰科继续受到公司首席执行官丹尼斯·科兹洛夫斯基（Dennis Kozlowski）

在美国的掌控。科兹洛夫斯基从西东大学(Seton Hall)毕业并获得金融学硕士学位。他的职业生涯从一名金融分析师开始，但他遵从了自己的爱好开始转向管理运营，并最终跳槽到泰科。在泰科工作十六年之后，他成为公司的总裁兼首席运营官。科兹洛夫斯基很快晋升为董事长兼首席执行官。科兹洛夫斯基以胆大妄为著称，他自己驾驶直升机、开船、骑摩托车。当泰科做大后，科兹洛夫斯基追求更奢侈的生活，购买了赛艇奋进号(Endeavour)，这将每年支付一名船员20万美元的工资。通过泰科，科兹洛夫斯基在全球沃尔沃海洋赛(roundthe - world Volvo Ocean Race)中赞助了一艘帆船，并对新泽西州两支球队网和魔鬼进行赞助。在泰科公司进行了450万美元的捐赠后，他被惠特尼博物馆授予了董事会席位。科兹洛夫斯基在楠塔基特、新罕布什尔和博卡拉顿都拥有房产，在纽约也拥有昂贵的公寓，这些都由泰科进行支付。他开始收集艺术和古董家具。生活在一个大型集团下对他而言是一种毁灭。

泰科的业务

此前几十年作为消防系统销售商，泰科在20世纪90年代将业务范围扩大到其他领域，并声称与其传统业务相辅相成。1993年至1996年，科兹洛夫斯基为泰科公司收购了65家公司，在此期间泰科的股价每年上涨30%。收购包括一次性医疗产品制造商肯德尔国际公司(Kendall International Inc.)，泰科于1994年通过14亿美元的股票互换完成收购。其他收购还包括收购制造成人失禁一次性产品的因派公司(Inbrand Corp.)、电子安全系统公司ADT公司(ADT Ltd.)，以及工业阀门制造商吉斯通国际公司(Keystone International Inc.)。泰科还收购了AT&T公司的水下电信电缆业务。

1997年，科兹洛夫斯基的并购速度在加快。在那一年，泰科公司进行了28次并购，总值高达107亿美元。由于科兹洛夫斯基宣布公司的盈利预期正在上调，其股价上涨了50%。作为奖励，科兹洛夫斯基从泰科期权中获利超过5 000万美元。科兹洛夫斯基继续了他的收购狂潮。在担任泰科首席执行官的前六年，科兹洛夫斯基进行了110次并购。1997年至1999年，他的并购金

额高达300亿美元。一次大型并购涉及AMP公司（AMP Inc.），1998年泰科在招标战中胜过了美国联信公司（Allied Signal），最后以113亿美元的价格并购了AMP公司。此次并购在1999年将泰科的营业收入提高到了220亿美元。此后，科兹洛夫斯基成为一个企业传奇，因为他能够降低企业成本并增加盈利能力，同时还能成功地消化公司的许多并购。

泰科问题的出现

一名分析师把科兹洛夫斯基比喻成公司的露丝宝贝（Babe Ruth），据说他在投资者心中是神一般的存在。科兹洛夫斯基因其对泰科的保守盈利预测而著称。然而，一位分析师早在1998年就对泰科的会计做法提出质疑。1999年10月，达拉斯的货币经理大卫·太斯（David W. Tice）对泰科的财务报告提出批评，称该公司为了未来收益而承担了过高的费用，通过拖延付款隐藏现金流量的下降。这导致泰科在被纽约证券交易所（NYSE）暂停交易之前，股价下跌了10%。交易恢复后，泰科股价再下跌近10%。泰科之后宣布，它正在回购自己的2 000万股股票，这是一个流行的手段来挽救股价的下跌，但是此举抽干了公司资金。在泰科公司披露SEC已对其会计实务进行非正式调查后，公司的1.14亿股股票下跌了23%。届时，泰科的市值下滑了约400亿美元。

为了在公司管理层中重建信心，科兹洛夫斯基宣布，未来对高管的期权授予将与收益增长和公司股价挂钩。这个改变对公司表现有多大影响值得怀疑，但在泰科宣布将根据SEC的要求重述部分财务账目后，泰科的情况在2000年6月就稳定了下来。这些变化对公司的业绩影响不大，而且SEC没有对泰科提出任何正式指控的事实被许多人认为是对泰科的豁免。泰科的总顾问马克·贝尔尼克（Mark A. Belnick）因为说服SEC不对泰科提起正式诉讼而获得科兹洛夫斯基奖励的1 200万美元奖金，从而公司的股价也得到了提升。科兹洛夫斯基在应对危机方面也获得了很大的回报。他在2000年的补偿高达2.05亿美元，被授予了4.85亿美元的限售股票。

泰科以32.4亿美元的价格收购了保健公司万灵科公司（Mallinckrodt

Inc.），以31.3亿美元收购了医疗器械制造商BCR（C. R. Bard），由此再次开启了其收购狂潮。泰科以92亿美元的现金和股票收购了商业金融公司CIT集团。日本戴伊基康戈银行（The Dai - Ichi Kango Bank）出售其持有的CIT集团股份后收到了24.9亿美元。该银行坚持只接受现金支付，而不是泰科股票。泰科的外部董事弗兰克·沃尔什（Frank E. Walsh）支付了1 000万美元来帮助安排这次收购。他担任受托人的慈善机构再次获得了泰科的1 000万美元。沃尔什是泰科公司的薪酬委员会成员，并且是CIT集团负责人阿尔伯特·甘普尔（Albert Gamper Jr.）的朋友。收购CIT出乎华尔街的意料，因为它不在泰科的业务范围内，而科兹洛夫斯基早就宣称他的收购策略是脱离泰科的核心业务。

2001年，泰科花费190亿美元收购了350家公司。截至2001年末，泰科在全球拥有27万名员工，当年报告的收入为360亿美元。其多种业务通过2 342家子公司进行。除此之外，泰科还是世界上最大的海底光纤供应商之一，并同意在太平洋地区为全球跨境公司铺设一个光纤系统，这也在未来成为又一场财务灾难。

泰科问题的发酵

对泰科会计的关注在2001年末再次被提出。大卫·太斯（David Tice）持续地批评泰科公司，空头卖家关注泰科如何处理好收购中的商誉。那些交易员声称泰科正在夸大其商誉。泰科几乎将其收购的整个成本视为资产负债表上的商誉，总额达300亿美元。批评的声音不断，2002年开始公司宣布收益下降，这些导致泰科股价下跌了20%。2002年1月23日，科兹洛夫斯基宣布，为了挽救这种情况，泰科将分为四家独立公司，上一年度收购的CIT集团将被出售。随着经济下滑，其他公司也在使用这种策略来应付财务困难。

该公告的宣布导致泰科股价大幅下跌，股价在2002年1月下跌了43%。科兹洛夫斯基表示，股价下跌是因为安然公司丑闻，之后股价还会恢复。虽然科兹洛夫斯基表示，他几乎不出售自己持有的泰科股票，但他和该公司的首席财务官马克·斯沃茨（Mark Swartz）在2001年财政年度期间还是售出了

自己持有的 1 亿美元泰科股票。科兹洛夫斯基用价值 7 000 万美元的泰科股票归还公司借给他的 8 800 万美元。这两名高管回售的泰科股票被更多的股票期权所取代。公司在 2002 年 1 月披露这一情况时引起了市场更多的担忧。科兹洛夫斯基和斯沃茨随后宣布，他们将用自有资金购回 50 万股泰科股票，因为泰科在股价下跌时价值被低估了。

从 2 月开始，泰科公司开始面临更多的麻烦。评级机构降低了其信用评级，使公司从商业票据市场出局。这引起了对公司面临流动性危机的担忧，公司的股票又开始大幅下跌。此时，泰科的股价已经下跌了 50%。科兹洛夫斯基随后透露，泰科的信贷额度已经下降了 74 亿美元，声称该公司在偿付商业票据后将剩下大量现金，但由于评级下调，这一形势不会继续。该公司还承认盈利可能达不到预期。科兹洛夫斯基和斯沃茨出售股票的事实进一步披露。在过去的 30 个月里，他们已经出售了总计超过 5 亿美元的泰科股份。科兹洛夫斯基从账户里取回了 3.3 亿美元。他在这一问题披露的前几个月还声称他剩下的全都是泰科股票。

2002 年 4 月，科兹洛夫斯基宣布将公司分解为四个独立公司的计划遭弃，但泰科继续试图出售 CIT 集团。科兹洛夫斯基承认，计划的终止责任在他。因为泰科必须对收入计提 60 亿美元的费用，出售 CIT 集团后来通过公开发行完成。泰科裁掉了 7 000 名员工。现在科兹洛夫斯基正在成为负面新闻的主角，他的露丝宝贝光环正在消失。

丑闻的出现

泰科公司的丑闻正式开始于 2002 年 6 月初，其时该公司披露，科兹洛夫斯基在为纽约第五大道的公寓购买画作时涉嫌逃税 1 300 万美元，该费用由泰科公司支付，但画作却是为了科兹洛夫斯基的个人用途，为此，科兹洛夫斯基正接受调查。该公寓花费了 1 850 万美元。画作包括莫奈和雷诺阿的作品。莫奈画作的购买价为 390 万美元。这些画从纽约购得，但却送到泰科公司在新罕布什尔州的总部以规避纽约的销售税，因为该税种不适用于州外货物。然后，这些画作又被运回了其纽约的公寓。在此种情况下，空箱子被送到了

新罕布什尔州，画作则直接送到了科兹洛夫斯基的公寓。科兹洛夫斯基在被告知曼哈顿地区检察官办公室将起诉他涉嫌逃避超过 100 万美元的销售税时，于 2002 年 6 月 3 日辞职。

科兹洛夫斯基画作的避税计划并不新鲜。20 世纪 80 年代，一些高端珠宝商，如宝格丽（Bulgari）、卡地亚（Cartier）、梵克雅宝（Van Cleef & Arpels）等都被指控将空的首饰盒运往州外，这样客户可以逃避购买商品的销售税。瑞维龙公司（Revillon Inc.）是一家高端时尚公司，它被指控将空箱子运往州外，这些箱子中本应装着客户购买的毛皮大衣。瑞维龙被要求支付 200 万美元的税款和罚款，其两名雇员被少量罚款（分别为 250 美元和 500 美元）。梵克雅宝支付了 500 万美元的罚金；卡地亚支付了 220 万美元；宝格丽支付了 190 万美元。没有人因此进监狱，因为起诉只针对负责收税的商店而非客户。然而，随着安然事件的曝光，所有的规则都不起作用了。

丑闻的扩大

科兹洛夫斯基辞职后，泰科的股价下跌至 16.05 美元，当年下跌了约 60 美元。随着丑闻爆发，泰科保留了华盛顿特区威尔默·卡特勒·皮克林（Wilmer Cutler Pickering）律师事务所威廉·麦克卢卡斯（William McLucas）的律师服务。麦克卢卡斯和他的律师事务所起草了鲍尔斯报告，以此保证了安然公司的“全尸”。泰科公司的总顾问马克·贝尔尼克（Mark Belnick）于 2002 年 6 月 10 日辞职后，麦克卢卡斯在泰科公司也被边缘化。董事会的一个特别委员会雇用大卫·博伊斯（David Boies）来取代麦克卢卡斯成为公司的检查监督人。

泰科董事会宣布，公司将起诉贝尔尼克未经董事会批准获取 2000 万美元奖金，并通过一项公司搬迁总部时帮助员工从新罕布什尔州迁往纽约的计划挪用了总额超过 1 400 万美元的贷款。居住于纽约的贝尔尼克用这笔贷款中的 1 000 万美元在犹他州购买了一个度假地产，用另外 400 万美元购买了一座中央公园公寓。到泰科之前，贝尔尼克曾是保罗—魏斯—里夫金德—沃顿和加里森律师事务所（Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison）里备受尊敬的合

伙人。贝尔尼克在律师事务所里为亚瑟·利曼（Arthur Liman）工作，参与了为20世纪80年代的垃圾债券之王克尔·米尔肯（Michael Milken）的辩护，虽然辩护并不成功；以及协助利曼在里根执政期间进行国会对伊朗事务的调查工作。

摩托罗拉公司的前总裁爱德华·布林（Edward Breen）被任命接管泰科公司。布林为拯救泰科支付了350万美元，但如果他获得成功将被授予大量股票期权。不过泰科公司在2002年7月23日的公告中披露，公司在第一季度亏损23.2亿美元。大部分损失归因于销售CIT集团。布林在工作不到一个星期之后，解雇了泰科的首席财务官马克·斯沃茨（Mark Swartz）。斯沃茨获得价值4 480万美元的遣散费，但他不得不放弃雇佣合约中约定的另外9 100万美元。解雇斯沃茨导致了对泰科财务报表的调查不断加深，这进一步削弱了市场对公司的信心。随着问题的扩大，对科兹洛夫斯基的信任也在进一步削弱。

起诉科兹洛夫斯基

起诉书中关于科兹洛夫斯基逃税的丑闻仅仅是个开始。他在几周后再次遭到篡改证据的起诉。曼哈顿地区法律办公室对科兹洛夫斯基扩大了调查，以调查其个人花销是否也是由泰科公司支付。调查后来被证明卓有成效。2002年9月12日，科兹洛夫斯基被起诉，他被控从泰科公司挪用6亿美元。利用这些资金，他在佛罗里达州的博卡拉顿购买了一座价值2 900万美元的度假屋，购买了一间价值700万美元的公寓来应付其前妻的离婚索赔，还有无数蒂芙尼和哈里温斯顿的昂贵首饰，其中包括价值500万美元的钻石戒指。科兹洛夫斯基在纽约的公寓需要翻新并补充家具，这些费用也由泰科支付。账单包括购买价值6 000美元的一次性名牌浴帘、一个价值2 200美元的废纸篓、一个价值1.5万美元的狗型伞架、价值1.7万美元的古董旅行如厕盒、一个价值6 000美元的古董缝纫筐、两套售价5 960美元的床单和价值445美元的枕头。起诉书还包括了为其纽约公寓购买价值2 900美元的衣架。购买衣架是尤为不能接受的，因为泰科控制了大约80%的塑料衣架市场。总体而言，泰科花费了3 000万美元来为科兹洛夫斯基购买和装修公寓，其中包括那些未

支付销售税的画作。科兹洛夫斯基的律师认为泰科为公寓及家具支付费用是正当的，因为科兹洛夫斯基将其用作商务用途。他需要一个豪华的公寓来向那些与他谈判10亿次收购案的高管留下好印象。

科兹洛夫斯基还有其他支出也是由泰科的资金支付，其中包括花费210万美元来为他的妻子凯伦（Karen）举办生日宴会，凯伦之前是他办公室附近衣架餐厅的服务员。宴会在撒丁岛上举行，歌手吉米·巴菲特（Jimmy Buffett）受邀演出，此举花费25万美元。这次狂欢的花费还包括身着罗马托加袍的酒神模特和米开朗基罗·大卫的冰雕，以及有名的酒杯和斯托李奇伏特加酒。科兹洛夫斯基的审判中播放了这个聚会二十分钟的视频，后来引起了巨大轰动。这次宴会的费用为人均7万美元。科兹洛夫斯基指出他向泰科公司支付了一般费用，因为客人中还包括公司员工，并且在为期六天的活动中召开了一次子公司的董事会会议。然而，那次董事会会议主要由电话通信方式召开，因为很多董事会成员不在岛上。

科兹洛夫斯基进一步被指控使用泰科的资金以自己的名义向慈善机构捐赠数百万美元。有点愚蠢的是，起诉书指责科兹洛夫斯基与美林公司的证券分析师佛奥·杨（Phua K. Young）交换了葡萄酒礼物，该分析师对公司尤为友好。科兹洛夫斯基甚至使用泰科的资金聘请私人调查员来对杨的未婚妻进行调查，以确保她对于杨而言是值得的。美林证券支付杨的薪资是450万美元，全国证券交易商协会（NASD）对杨的指控还包括他接收了科兹洛夫斯基赠予的香槟酒和乘坐了泰科公司的喷气式飞机。美林证券的高管作证说，美林在雇用了一直推广泰科股票的杨后，美林证券获得了泰科公司21亿美元债券发行的主承销资格。杨被全国证券交易商协会罚款22.5万美元，并被暂停从业1年。

马克·斯沃茨于2002年9月12日与科兹洛夫斯基一起被起诉。他和科兹洛夫斯基被指控未经董事会批准从泰科公司套取了1.7亿美元的奖金。两位高管被控通过股票销售窃取了4.3亿美元，因为他们没有正确披露公司的财务状况而使出售价格大涨。泰科公司总顾问马克·贝尔尼克（Mark Belnick）因为在要求披露非常规交易事项的“泰科管理人员和董事调查问

卷”上披露从泰科获得的贷款而被起诉。起诉书指控这项遗漏违反了纽约州禁止伪造商业记录的法规。随后的起诉书指控，贝尔尼克在说服SEC不对泰科提出指控后收到的1 200万美元奖金不正当，因为此事并没有得到董事会的许可。

虽然这三名泰科公司的前高管不会对任何人带来实质危害，但他们都被戴上了手铐。虽然他们逃跑的风险小于零，但科兹洛夫斯基的保释金高达1亿美元，斯沃茨的保释金高达5 000万美元，这意味着他们不得不将保释费用的10%留给保释代理人。政府试图声称他们的资产都是非法收入应该在等待审判时就予以冻结，以此将他们留在监狱里。这需要科兹洛夫斯基的前妻将其保释出来，斯沃茨的家人为他支付保释金。火上浇油并不被司法的伦理道德所禁止，联邦检察官指控斯沃茨存在税务欺诈，因为他没有报告从泰科公司获得的1 250万美元事实上豁免成为了收入。与此同时，泰科信任管理层决定对这些贷款豁免进行“逆转”，即使知晓斯沃茨的资产已被冻结也要求他还款。

重建

泰科公司董事会的几名成员辞职或被替换掉。前外部董事弗兰克·沃尔什（Frank Walsh）承认他在CIT集团收购案中接受了2 000万美元的介绍费，违背了纽约《马丁法案》。他同意用自己的资金偿还这笔钱，其中还包括捐赠的慈善资金，并且他被罚款250万美元。大卫·博伊斯（David Boies）的一份内部报告指控泰科一直处在科兹洛夫斯基的财务操纵之下。虽然博伊斯早先断言泰科公司没有其他的重大会计违规行为，但公司仍宣布对过去几年已经公布的3.82亿美元收入进行重述。博伊斯的报告指出了公司存在内部人控制和公司治理程序方面的问题。不能再耸人听闻的是，报告透露在两周的伦敦之行中，科兹洛夫斯基的酒店账单高达11万美元。

泰科公司还有更多的坏消息。其新任首席执行官爱德华·布林（Edward Breen）宣布在他清理公司后发现收益低于预期。布林表示，公司将移除光纤网络业务，因为该网络需要支付超过40亿美元的费用。该公司于2003年1月

通过私募渠道出售可换股债券和信贷渠道筹集了52.5亿美元，但问题还在继续，前一季度的收入下降了50%之多。该公司为其消防和安全业务支付了2.65亿美元的费用，该业务单元的负责人也被解雇。2003年5月，泰科公司进一步陷入了尴尬境地，因为当时披露的会计问题达12亿美元并有几名高管被解雇。2003年6月，该公司进一步重述了5.28亿美元，并承认可能还需要重述6.3亿美元。当年11月，该公司削减了7 200个工作岗位，关闭了200个设施，并以1.3亿美元的价格出售了海底光纤网络，这个价格比泰科公司购买时支付的价款少了35亿美元。

有股东建议将公司总部从百慕大搬回美国，但提案未能通过。作为对斯沃茨交易的回应，并打击布林领导的管理层，股东们通过了一项议案，即任何高管的行政遣散费都需他们批准。股东们投票决定保留普华永道作为公司的审计师，但会计师事务所将账户的审计合伙人理查德·斯卡尔佐（Richard Scalzo）替换掉了。SEC永久禁止斯卡尔佐对上市公司进行审计。SEC指控他知晓泰科公司保留有储备基金来应付意外的费用支出并平滑收入。斯卡尔佐也被指控没有按要求披露向科兹洛夫斯基支付奖金的事项。

泰科公司正在努力与各种负面新闻作斗争，但股价自科兹洛夫斯基的丑闻曝光后的跳水价翻了一番。为此，泰科公司新高管层在2004年获得了数百万美元的巨额奖金。泰科在世界上最大的公司名单中排名第52位。因科兹洛夫斯基使用而名声大噪的公寓也被泰科公司于2004年以2 100万美元的价格出售，这还不包括其中的浴帘。

审判

纽约地区检察官办公室在推迟对科兹洛夫斯基待审的逃税行为进行起诉时，想将其作为盗窃罪对待。检察官也在法庭上承认，普华永道批准了许多将被视作盗窃案的交易，并告知泰科公司的高管们交易不需要在向SEC提交的文件中进行披露。鉴于这些问题，政府检察官通过揭露科兹洛夫斯基的罪行，从而阐述案件理论、煽动情绪和取悦媒体方面存在一些困难。播放撒丁岛的视频引起了媒体的轰动。两名泰科公司的员工作为证人，被迫承认他们

与科兹洛夫斯基有关联。然而，即使是这些披露，在一段时间后也变得很单薄。

科兹洛夫斯基在审判中没有作证，但是斯沃茨为自己辩护时表现得大义凛然。斯沃茨认为，科兹洛夫斯基和董事会已经批准了他的行动。大卫·博伊斯表示，他与斯沃茨就1 250万美元的奖金反复讨价还价，这削弱了斯沃茨的证言。博伊斯作证说斯沃茨承认付款是一个“错误”，这与斯沃茨声称的交易得到了正式批准相矛盾。斯沃茨之后重新改变立场试图对博伊斯的证言进行解释。此案法官在证据出示完毕后驳回了对科兹洛夫斯基和斯沃茨是有组织犯罪的指控。这些是此案中最严重的指控，但仍保留了多项其他指控，包括有关盗窃的指控。

对科兹洛夫斯基和斯沃茨的审判持续了六个月。在有陪审员抱怨说其他陪审员对被告无罪不够开放地接受时，陪审团商议过程变成了媒体游戏。评审团向法官提出气氛“有毒”。第4号陪审员提出了无罪裁决。她被媒体视为露丝·约旦（Ruth Jordan），而露丝·约旦是一位79岁的前老师和法学院毕业生。据一位陪审员说，约旦在审议过程中表示，泰科公司董事会的“女子”成员已经转向了斯沃茨和科兹洛夫斯基，并认为“波拉克和犹太人在一个D. A. 的盘子上渴望为一些人—任何人创造一个例子，如同20世纪90年代末公司的贪婪”。[1] 约旦在媒体中引起了更多的争议，当在会见法官后离开法庭时，她向被告人展示了“OK”的手势。《纽约邮报》上这个手势满屏皆是。

被告认为审判存在误判，认为约旦在压力之下不得不投票有罪。法官拒绝了这项议案，并要求陪审团退回审议。约旦成为互联网、匿名电话和信件的攻击对象，这些进一步证明了安然时代的歇斯底里，但最终宣布审判存在失误。在接下来的采访中，陪审员表示自己并没有因为科兹洛夫斯基遭受过度压力。相反，他们更专注于会计问题。约旦在CBS60分钟节目（CBS 60 Minutes）中接受了采访，她认为被告无罪。审判法官为科兹洛夫斯基和斯沃茨在2005年重新安排了审理日期。法官在审判中排除了对逃脱销售税的指

---

① Mark Maremont et al.，“Mistrial Scuttles Possible Jury Verdicts in Tyco Case.”

控，并指出历史上这种指控只针对未能支付税款的公司。在重审前不久，科兹洛夫斯基接受了一次采访并被星期日《纽约时报》作为头版报道。他为自己的无辜而抗议，并声称他不知道在花洒上花费了6 000美元。

贝尔尼克的审判

马克·贝尔尼克（Mark Belnick）在科兹洛夫斯基和斯沃茨的错误审判后不久就开始了积极尝试。他在持续数周的审判中进行了积极防御。他作证说，他收到的付款经过了科兹洛夫斯基的授权。这就对普通法提出了一个技术性问题，即科兹洛夫斯基是否具有授予奖金和其他补偿的“显性”权力。贝尔尼克收到的款项虽然金额巨大，但在这个数十亿美元的公司，其他高管也收到了较为丰厚的薪酬待遇，这并未显示出超凡支出。此外，贝尔尼克采取的行动阻止了SEC的调查，挽救了公司股东数百万美元的损失，使他们的股票价格免于急剧下降，更不要说节省了数百万美元的律师费用和罚款。从这方面来看，奖金和贷款都在合理范围之内。关于在问卷上没有披露从泰科公司贷款的指控，贝尔尼克坚称，马克·斯沃茨告诉他，这些贷款是常规性的，所以不需要披露。

经过五天审议，陪审团认为针对贝尔尼克的指控都是无罪的。针对公司的衍生诉讼被驳回，其指控泰科向科兹洛夫斯基和其他泰科人员及其审计师普华永道寻求资金。法官认定，泰科公司成立时依据的百慕大法律不支持这样的诉讼。代表股东寻求损害赔偿的集体诉讼请求被支持。

丹尼斯·科兹洛夫斯基和马克·斯沃茨（Dennis Kozlowski）的重审于2005年1月18日开始。检察官提出了一个更为精简的指控，他只是简短地提到了吉米·巴菲特（Madie Buffett）助兴的撒丁岛生日聚会，吉米·巴菲特是巴菲特（Warren Buffett）的一个老朋友，并具有不确定的亲属关系。价值6 000美元的淋浴帘似乎也已经消失了，这也许是因为泰科公司在出售公寓方面赚了一大笔利润。检察官把案件集中在未经董事会批准他们收到了大额支付上面来。若干名董事再次为政府作证时，泰科的执行董事、薪酬主管唐娜·沙普利斯（Donna Sharpless）作为一位证人也证实，斯沃茨和科兹洛夫斯

基已经将1998年至2001年的大量现金奖金推迟到退休计划和保险政策中，这在事实上达到了降低泰科向股东报告的薪酬数额的效果。普华永道会计师事务所的审计员证实，他已被告知向科兹洛夫斯基和斯沃茨支付了奖金。科兹洛夫斯基还有另外一些好消息。纽约法院裁定，泰科公司的董事和高级人员保险将负责支付这些法律费用。

令人惊讶的是，科兹洛夫斯基开始为自己辩护，他作证说，赔偿委员会批准了他的支出，同时否认存在任何不法行为。科兹洛夫斯基声称，他忽略了从所得税记录中省略2 500万美元的贷款豁免。经过十一天的审议，陪审团几乎对斯沃茨和科兹洛夫斯基的指控进行了定罪。一名陪审员开始有一些抵抗，但最终屈服于同事的压力。这一裁决的基础登上了2005年6月19日的《纽约时报》头版头条："大额薪水是A级证据（Big Paychecks Are Exhibit A.）。"

第6章
受托责任和公司治理原则

第1节　公司治理

泰科国际有限公司（Tyco International Ltd.）的掠夺意味着《联邦证券法》下规定的全面披露制度是一次失败，但也提出了由州法律制定公司治理标准是否高效的问题。要了解这些问题，对公司治理规则和标准进行回顾十分必要。

股份制公司

美国公司治理的历史可以追溯到以爱尔兰种植园股份制计划为模型的英国股份制公司，这种模式被用于美国，并在16世纪开始扩散至世界其他地区。金融史学家约翰·戈登（John Gordon）断言："对于民族国家本身而言，股份制公司是文艺复兴时期发展的最重要的组织形式，像民族国家一样，它们使现代世界成为一种可能。"关于公司治理的问题很快就在那些公司中出现。在殖民地时期，他们担心会出现垄断，因为在世界某些地区皇家特权或专利经营下的股份制公司往往会失去竞争。另一个问题，也是在今天出现的问题，即股份制公司的股票出售往往广告不实，伦敦公司（London Company）就是这样一个例子。

关于公司作为一个独立司法实体的观点引起了进一步的关切。议会议员约翰·波列克芬（John Pollexfen）在19世纪90年代抱怨说，公司“有实体，但它们没有灵魂；如果没有灵魂，就没有信仰”。1720年的南海泡沫（The South Sea Bubble）引起了对公司治理的特别关注。该次泡沫中产生的对投机活动的反感至今困扰着美国金融界。南海公司接管了英国公债以此换取与南美洲进行贸易的特权，此后泡沫产生。这个计划刺激了对南海公司股票的大量炒作，并为英国商人约翰·布朗特（John Blunt）提供了操纵股价上涨的有利机会。南海公司的股价在不到一年的时间里从128英镑上涨到1 050英镑。类似的例子也被其他公司所追捧，其中许多都具有投机性质，内容从可疑的殡葬和保险计划到“承担了重大任务，但没有人知道内容是什么”[①] 的事业。同一时间，由约翰·罗（John Law）主导的密西西比泡沫（The Mississippi Bubble）在法国产生。它涉及对控制路易斯安那州领土的印度公司（Compagnie des Indes）股票进行投机。最后，两个泡沫都破裂了，这带来了大量丑闻，也对之前的投机者造成巨额损失。

为了限制南海泡沫中投机企业的增长，议会通过了一项法案，法案禁止公司经营，除非它们获得了皇家授权，这是1612年柯尔克主教（Lord Coke）赋予国王的权利。这项立法导致了南海泡沫的破裂。公司股价在4个月内从1 050英镑大幅下跌至150英镑，这也使许多知名投资者受到损伤，包括艾萨克·牛顿爵士（Sir Isaac Newton）。财政大臣被紧急派往伦敦塔，邮政总长为提振南海公司而使用了狠招。南海公司的董事被捕，其资产被扣押，同样的手段也运用在安然公司和2000年后爆发的丑闻中。英国的泡沫法案并没有阻止市场狂潮，正如18世纪晚期发生的运河泡沫那样。1825年，英国的泡沫法案被废除，这为更多的投机行为铺平了道路。正如亨利·科克伯恩爵士（Lord Henry Cockburn）所言，1826年的英国有一种股份制公司“流行病”，其中包括为组织和推动股份公司而成立公司。同样的事情发生在19世纪后期的铁路狂潮中。

南海泡沫法案在1741年被运用于美国殖民地。这引起了一些争议，如殖

---

① Louis Loss, *Securities Regulation*, p. 4.

民当局是否有权发布公司章程。因此，殖民地章程主要适用于政府单位、慈善机构、图书馆和教育机构，如达特茅斯（Dartmouth）、威廉和玛丽（William and Mary）、耶鲁大学（Yale）和哈佛大学（Harvard）。正如最高法院法官路易斯·布兰迪斯（Louis Brandeis）后来指出的那样："尽管在商业和工业中这种手段的价值得到充分认可，但这种权利在被自由地授予以宗教、教育和慈善为主要目的的公司很久后，公司普遍不予认同。"[①] 一些房地产企业，如弗吉尼亚、俄亥俄和罗亚尔公司，在殖民时期被赋予土地专利。待改革的还有提供饮用水的组织、建造收费桥梁和道路的公司，以及一些以企业身份从事火灾保险和制造业，但大多数商业公司都是合伙企业或所有权制。总体而言，改革前在美国有约40家商业公司，但用耶鲁大学尤金·罗斯托教授的话来说，它们都是"微不足道的机构"。[②] 变革后，各州可以自行发布许可证。到1800年，已有350多家商业公司被许可，其中一些公司至今仍然存在，包括纽约银行（Bank of New York）和红宝铜公司（Revere Copper Company）。

早期公司治理关注点

当公司出现在美国时，哲学家们质疑商业和财富追求扮演着何种角色：

> 18世纪末期，功利主义还不是很盛行的时候，有一群"基督教功利主义者"，他们将功利主义与宗教相结合。19世纪，由副主教威廉·帕利（William Paley）领导的圣公会拥有许多影响力大的论著作者，他们用世俗关怀与人类幸福伪造了正统基督教与庸俗功利之间的神学联系（我们自己的托马斯·杰弗森通过将约翰·洛克的"财产的追求"渲染为"追求幸福"来表达共同关注）。然而，大多数古典功利主义者是戴维·休谟（David Hume）、杰里米·本瑟姆（Jeremy Bentham），以及后来的约翰·斯图尔特·密尔（John Stuart Mill）的追随者，他们都是热心的世俗主义者和唯物主义者。因此，他们在宗教、道德、自然和政治制裁之间大有分歧，而且把注意力集中在后者

① *Louis K. Liggett Co. v. Lee*, 288 U.S. 517 (1933).

② Ralph Nader et al., *Taming the Giant Corporation*, p. 33.

上。今天，他们的后裔是法律与经济运动（the Law and Economics movement）的成员（虽然他们声称是“成本和利益”，而非“乐趣和痛苦”）。[1]

1776 年，随着亚当·斯密出版了《对国家财富本质和原因的调查》（*An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*），公司治理被提升到学术研究领域。史密斯将股份公司描述为由“众多董事”管理的业务，这相当于现代董事会。这些董事受限于“主要业主”的约束，相当于股东大会。[2]史密斯指出，议会最近通过了一项改革措施，将东印度公司 24 个董事成员的任期从一年延长至四年。任期是交错的，每年选举 6 名新任董事，当年离任的下一年不能再次当选。这确保了董事会职位不会成为一种权益。今天，约有 60% 的现代美国公司使用这种交叉董事会，但其目的与东印度公司正好相反。交叉董事会通过确保控制权仅在遇到敌意收购的时候才会持续几年来强化管理。

东印度公司还存在其他问题。波士顿茶会（The Boston Tea party）是针对该公司垄断向美国进口茶叶的抗议活动。1783 年，英国政府在上议院拒绝通过一项法案，该法案旨在通过由议会任命的 7 名委员会专员取代公司自己的管理人员来“改善”东印度公司的治理结构法案，之后政府的角色在消退。年轻的威廉·皮特（William Pitt）领导下议院反对这个立法，他在指控这一行为是非法扣押私有财产和“行使暴政”后成为总理。

亚当·斯密对公司治理提出了一些实质性的担忧。他指出，公司董事“是别人的钱的管理者，而非自己的，这使得前景并不太好，他们应该向私营公司的合伙人一样保持警惕”，因此，“在公司事务的管理中，疏忽和妄想或多或少地将要胜出”[3]。这种担忧得到了美国公司观察家的呼应。1833 年，威廉·古奇（William Gouge）断言，比起单个私营业务，企业人员管理自己公司事务时更漫不经心且成本更高。他问道：“商人在什么情况下应该把一切都

---

① Calvin Woodward, "Listening to the Mockingbird," p. 584.

② Adam Smith, *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, p. 800.

③ Adam Smith, *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, p. 800.

告诉他的办事员，或者农夫在什么时候应该把一切都交托给他的工人呢?”[1] 20 世纪晚期发展起来的法律经济学派也把重点放在了这些“代理成本”上。

美国法院不得不与公司作为独立法人的角色斗争。这个问题在 1819 年得以解决，当时约瑟夫·斯特锐法官（Justice Joseph Story）在达特茅斯学院诉伍德沃德受托人的赞同意见中这样定义：

> 普通法下的社团法人是团结成一个集体的个体集合，有特殊的名字，在集体性质上具有一定的豁免权、特权和能力，但不属于组成它的自然人。除此之外，它拥有永久继承的能力，并由其组成部分成员收集表决或意志，起诉和应诉所有有关公司的权利和义务。简而言之，这是一个法律中的假设人物，并具有一定的权力和特许经营权，虽然它们必须通过自然人的媒介行使，但仍被视为存在于公司本身，好像是一个真正的人物。因此，这样一个公司可能会由自己的成员起诉和被起诉；并可能与其他任何陌生人一样与他们签订合同。[2]

公司章程之战

美国宪法赋予了州立法机关许可特许经营的权力。乔治·华盛顿总统内阁就联邦政府在亚历山大·汉密尔顿（Alexander Hamilton）向美国银行推荐了这样的章程后，是否还要“保留”发布联邦章程的权力方面出现分歧。这个争议让汉密尔顿与托马斯·杰斐逊对立。后来汉密尔顿占了上风，但是这个问题造成了很大的敌意，并且揭示了美国政治中存在的断层线，这个断层线至今在大企业的支持者和反对者中间存在。

曼哈顿公司的章程进一步扩大了政治分歧，造成了亚伦·伯尔（Aaron Burr）和汉密尔顿之间的敌意。汉密尔顿为纽约银行（BONY）撰写了公司章程，并得到了纽约立法机构的批准，这个过程花费了 7 年的时间。汉密尔顿

---

① William M. Gouge, “A Short History of Paper Money and Banking in the United States,” p. 41.

② *Trustees of Dartmouth College v. Woodward*, 17 U. S. (4 Wheat) 518 (1819) .

协助伯尔起草了曼哈顿公司的章程，伯尔声称曼哈顿公司正在为城市提供纯净的饮用水，以此来抑制黄热病流行。这是个谣言，但有助于加速曼哈顿公司章程的批准，即使是纽约银行的公司章程在批准前也遭到破坏。

曼哈顿公司章程中有一个晦涩的条款是允许公司使用其超额资本参与“购买公共股票或其他股票，或任何与纽约州法律和宪法不一致的货币交易或操作”。[①] 有了这个权力，曼哈顿公司创设了“折扣和存款办公室”——换言之就是一家银行。这两个机构生存到今天。纽约银行在1784年以私人银行起家，今天仍在纽约证券交易所（NYSE）上市。曼哈顿公司在20世纪与大通国家银行（Chase National Bank）合并，成为大通曼哈顿银行（Chase Manhattan Bank），现在是摩根大通（JPMorgan Chase），摩根大通在安然公司丑闻中发挥了重要作用。

19世纪的美国普遍存在对公司权力的恐惧症。正如最高法院法官路易斯·布兰德斯（Louis Brandeis）所言，他自己就带头批评大公司：

> 在资本的大量聚集中存在着某种潜在的威胁，尤其是资本被公司持有的时候。所以最初，公司特权的授予相当节制。只有当这项授予能为社区带来一些具体的利益才会去做，否则不予授予。恐惧带来否认。害怕侵犯个人的自由和机会，害怕劳动服从于资本，害怕垄断，害怕公司吸收资本和永久的生活可能会带来类似于参加摩门的罪恶。[②]

布兰迪（Brandeis）法官提交的1736年“英国摩门法案”将土地转让给教会和其他慈善组织，以防止财产永远被从继承人和公共使用中挪走。美国早期的公司章程反映了类似的关切，其将公司的寿命限制在20~50年的固定期限。这种限制导致亨利·克莱（Henry Clay）和安德鲁·杰克逊总统（President Andrew Jackson）在20世纪30年代更新美国第二银行（BUS）的章程时发生激烈的政治斗争。杰克逊受到南海泡沫的影响，反对更新章程。他表示

---

① John Donald Wilson, The Chase: *The Chase Manhattan Bank, N. A.* 1945 - 1985, p. 58.

② *Louis K. Liggett Co.*, 288 U. S. 517.

说“从我读到南海泡沫的历史以来，我一直害怕银行”，他认为，BUS 是对美国经济的威胁，甚至称之为“怪物”，杰克逊担心“金钱的聚集”①，在美国历史上经常听到，但直到 2004 年在波士顿的民主党大会上才遇到。在共和国的早期，银行业尤为遭疑。北卡罗来纳州立法委员罗伯特·波特（Robert Potter）阉割了两名他误以为与妻子有染的男子，他试图在 1829 年完全停止该州的银行业务。他的提案在北卡罗来纳州的立法机关投票中被打败。

杰克逊关注 BUS 的公司治理。BUS 有大量的国外股东。这些股东不能投票，但杰克逊担心会把这个强大的机构控制在一小群北方金融家手中。亨利·克莱（Henry Clay）为银行辩护，在参议院支持杰克逊否决银行的法案后，他在这场苦战中败北而归。杰克逊然后将联邦存款从 BUS 转移到其支持者拥有的“宠物”银行。参议院谴责杰克逊的这个行动，但杰克逊抗议后谴责被解除，留给克莱的只有失败，他也断送了自己成为总统的愿望。作为杰出的公司律师，参议员和政治家丹尼尔·韦伯斯特（Daniel Webster）在为公司章程争取时，得到了克莱和 BUS 的帮助。他为公司捍卫雄辩，认为他们“不仅要增加财产，更要平等、传播和分散许多人的利益，给予社会体系中的不同阶级有内涵的快乐和生机”。② 当然，韦伯斯特的口才没能拯救银行或克莱的职业生涯。

一般公司法

对公司的另一个限制是他们不能做任何在公司章程中没有作出定义的事情。任何超出公司章程范围的行为被认为是越权和无效的。这种严格性在北卡罗来纳州的一些案件中得到了很好的证明。有一些股东声称，格林维尔和罗利栈道公司（Greenville and Raleigh Plank Road Company）在采购驿道马车和试图在该栈道上运输邮件时存在越权行为。1850 年，该公司被国家立法机构特许成立，目的是“在皮特县的格林维尔的范围内，通过该栈道为与罗利市的沟通创造便利”，后来国家兴起了栈道狂热。法院认定公司章程不允许驿

① A. S. Colyar, *Life and Times of Andrew Jackson*, 2: 634.

② Robert Remini, *Daniel Webster: The Man and His Time*, p. 597.

车或邮寄业务。法院说，如果建设道路的权力意味着开展这些活动的权力，那公司可以在此之下进行一切危险的活动，如“繁殖和买卖牛马，那么道路的修建将会服从于这些目的”。[①]”

为回应担心在国家立法机关中通过腐败行为授予或拒绝特许权利，曼哈顿公司在其章程中将此问题进行了很好的阐述，各州也逐渐开始将特许权利转移到立法机构之外。移除是通过“普通”公司法进行的，这项法律允许没有特许权利的公司注册章程。1811年，纽约通过了这样的法案，但范围有限。1822年，纽约州的宪法被修改，要求通过特许时须经议会三分之二成员的同意发行。该宪法于1846年再次被修正时其流程完全被取消。其他州也遵循了纽约的做法。“到1850年，为有限商业目的进行许可的普通法律已十分普遍；而1875年以后，这种权利已延伸至每种合法业务中。[②]”

越过条条框框的束缚，仍然存在问题，公司律师们试图在公司章程中描述每一个可能想到的事情。这导致了冗长和有时可笑的章程。在以轮胎制造著称的尤尼公司（Uniroyal Corporation）中，看看以下从20个类似篇章中的一段抄录：

公司的业务范围包括：

1. 生产、制造、制定、建立、发展、提高、矿采、开发、购买、租赁、以任何其他方式获取、进口、出口、转换、合并、合成、扭转、弯曲、编织、裁缝、印染、研磨、混合、加工、引入、提升、发掘、维修、设计、用其他任何方式出租、出售、转让、交换，或以任何其他方式处置或交易以下物品：

（1）橡胶、各种类型的橡胶、所有其他相关或不相关的天然树胶、人造橡胶、橡胶和其他胶质的回收、原始或加工的天然胶乳、人工制备的水性分散体的原油或再生胶、水性分散体的合成橡胶或橡胶或其他材料和类似物品、任何上述产品的衍生产物和替代物、无论现在或将来被用于工业或类似用途的商品和材料，以及从其任何一种或其任何使用中全部或部分生产的物品、

① *Wiswall v. The Greenville and Raleigh Plank Road Company*, 56 N. C. 183 (1857).

② *Louis K. Liggett Co.*, 288 U. S. 517 (1933).

货物或商品……

到1875年，许多州允许公司为了“合法目的”来规避对越权的关注，但早期的州法律对公司规模施加了限制。纽约州最初将公司的最大授权资本限制在10万美元，在1890年将该数额提高到500万美元。在马萨诸塞州，一些企业的最大资本额最初为5 000美元。随着州与州之间开始竞争公司业务，对公司章程的资本限制逐渐解除或完全消除。

大型公司仍然受到州法规的制约，法规禁止一家公司持有另一家公司的股份。俄亥俄州特许经营的标准石油公司（The Standard Oil Company）试图通过建立一个信托来规避这一限制，在这个信托框架下，一个受托人委员会控制了几家公司的股票，允许这些公司作为一个独立的单位运作。受托人由信托持有人选举产生，其中包括约翰（John）、威廉·洛克菲勒（William Rock-well）以及亨利·弗雷格勒（Henry Flagler）。然而，俄亥俄法院在1892年裁定，这种信托安排不正当，因为它要求标准石油将其公司权力移交给受托人。幸运的是，标准石油最近在另一个州颁布了另一种替代方案。

现代公司法

为了提高收入，新泽西州在1888年颁布了一项公司法，允许州内的公司拥有其他公司的股份，从而引发了“持有”在其他州运作公司的热潮。新泽西州宣布，其致力于使其公司法对公司而言尽可能的友好。这也导致了其他州的公司大规模来新泽西州设立注册，特别是纽约的企业。新泽西州灵活的企业法律鼓励了公司的设立，使得从公司特许经营费中获得的收入就足够支持该州运营。西弗吉尼亚州也试图争取这项业务，但该州增加特许经营费遭遇了失败。新泽西州的法规来的最为适时。19世纪的美国经济是全国一体化的，大型企业组合正在形成来服务于这个趋势，但这些组合受到了批评家们的大力攻击。新泽西自由的公司法解决了许多这些问题。

新泽西州州长伍德罗·威尔逊（Woodrow Wilson）通过了所谓的七姐妹（Seven Sisters）改革法案，该法案禁止控股其他公司，这使得新泽西州失去了优势地位。新泽西州的公司之后前往特拉华州注册，因为在特拉华州立法

机关明确政策旨在使企业尽可能地少受限制。威尔逊当选总统后，新泽西州的立法机关废除了他的改革法案，但为时已晚。特拉华州已经成为大公司选择注册地点的重点，其地位不会被动摇。直到今天，新泽西州是税负最重的州之一，但特拉华州却因为特许经营费用而在历史上保持了低税负。当最高法院裁定金融机构所持有的遗弃资金将归属于持有该资金机构注册的地点时，特拉华州的收入再次增长。由于许多金融机构在特拉华州注册成立，这些资金去了特拉华州，而不是其他州，特别是有大量被弃资金的纽约。

布兰迪斯法官在1933年指责说，各州通过注册放宽限制的“竞赛”是“一种懈怠而非勤奋”。[①] 吸引企业注册的竞争引发了改革，改革倡导制定可用于规范大型企业注册的联邦要求。奇怪的是，这种“进步”的想法似乎起源于约翰·洛克菲勒，他在1898年由国会成立的工业委员会作证时支持这样的要求。可能预料到现代司法的快速增长，洛克菲勒想要这样的章程来避免多个州的监管和限制，但这个想法没能实现。1903年，国会在商业和劳工部（Department of Commerce and Labor）设立了公司局（The Bureau of Corporations），该局在西奥多·罗斯福（Theodore Roosevelt）当政期间提出了这样一个提案。威尔逊总统和塔夫脱（Taft）寻求这样的改革也没有成功。威廉·道格拉斯（William O. Douglas）在第二次世界大战前担任SEC主席时，再次提出了这个想法。他也失败了。

不过，这个想法并没有消亡。联邦章程的另一个支持者是哥伦比亚的法学院教授和20世纪60年代的证券交易委员会主席威廉·卡里（William Cary）。卡里认为，“我们倾向于管理者主义而非资本主义社会——很大程度上要感谢向管理层进行的权力转移”。[②]卡里希望联邦通过《公司统一法案》（Corporate Uniformity Act），阻止那些公司法律不太严格的州不断“触及最低限”。他的建议为大公司建立了联邦信托义务和最低公司治理标准。卡里的联邦章程建议在国会中几乎没有得到支持，但是公司法教授，包括乔治敦法学院的唐纳德·施瓦茨教授（Donald Schwartz）在20世纪晚期继续寻求提出这

① *Louis K. Liggett Co.*, 288 U. S. 517 (1933).

② William L. Cary, "Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware," p. 670.

样的要求。

一些改革者通过统一的国家公司法寻求更多限制性立法来改变目标。这致使出现了 1928 年的《统一商业公司法案》（*Uniform Business Corporation Act*），但它没有被广泛接受。1950 年创建的另一个典型法案被几个州采纳。到 1999 年，约有一半州正在使用修订后的《公司商业模式法案》（*the Revised Model Business Corporation Act*）。这一立法令改革者们感到失望，因为它复制了特拉华州法律中的许多自由条款。它也未能夺走特拉华州成为大公司最中意注册地的宝座。

特拉华州和《商业模式法案》

特拉华州的《公司法》和《商业模式法案》在几个方面有所不同，但差异并不显著。两者都规定，企业的存在始于向州务卿提交公司章程。根据《商业模式法案》，除非公司提交的章程中另有说明，否则公司被推定有权从事任何合法业务。特拉华州要求对公司宗旨作出肯定性声明，但允许这种声明是为了“一切合法目的”，这几乎消除了越权原则。

州公司法允许公司发行债务并向拥有该章程所述权利的股权所有者发行股票。这就许可了广泛的股票工具，包括有投票权、没有投票或加权的普通股；可以在特定条件下转换成债务或其他工具的可转换股票；具有累积股利权益的优先股；甚至仅在公司特定业务部分提供所有者权益的定向股。

不同的股息和清算顺序被创设，阿什顿—费雪烟草公司（Axton – Fisher Tobacco Company）在 20 世纪 40 年代的资本结构如下表所示。

A 级股票	B 级股票	优先股
股息		
累计股息为 3.20 美元，任何额外金额的分享同 B 级股票	股息 1.6 美元，任何额外金额的分享同 A 级股票	累计股息为 6 美元
清算优先权		
在向债权人和优先股清算完成后，清算金额为 B 级股票的两倍	清算金额为 A 级股票的一半	清算金额为 105 美元加上应计股息

续表

A级股票	B级股票	优先股
可转换性和赎回特征 可转换为B级股票并以60美元的价格加上股息赎回	无	无
投票权 除非四次股息都未发放，否则没有投票权	单独的投票权	同A级股票①

在发现阿什顿—费雪烟草公司的存货价值是建立在其630万美元的成本（账面价值）上后，泛美公司（Transamerica Corp.）从该结构中获得了财务机会。该烟草公司的实际市值为2 000万美元。泛美公司收购了阿什顿—费雪烟草公司B级股票的80%以上和A级股票的2/3。之后，泛美又使阿什顿—费雪赎回剩余的A级股票，并为该级别股票支付累积股息。公司然后通过偿还优先股股东清算权和累计股息进行清算。结果是被赎回的A级股票股东每股收到了80.80美元，而非没有赎回时的240美元。联邦法院认同A级股票股东在泛美的计划前没有被通知，这应该受到谴责。②尽管如此，法院裁定被赎回的A级股不会有该类股票的双重清算权。相反，法院认定，如果他们被通知了赎回计划，A类股东除了以较低的清算权转换为B级股票外，其他别无选择。③

州法律规定要进行股利支付，这些法规的传统作用只是能从利润中进行股利分红；否则公司将被清算并对债权人造成伤害。公司律师能够通过诸如资产重估或面值变动等手段来避免许多股利限制，这也是操纵账户以避免法律限制的一个反映。州“欺诈性转换”条例也禁止以低于公允价值的价格销售公司资产。这些法规针对的是将经营不善公司的资产出售给管理人员的常规做法，这些经理人以另一个名义重新开业，会让老公司的债权人无所可获。

---

① Thomas L. Hazen and Jerry W. Markham, *Corporations and Other Business Enterprises: Cases and Materials*, p. 462.

② *Zahn v. Transamerica Corp.*, 162 F. 2d 36 (3d Cir. 1947).

③ *Speed v. Transamerica Corp.*, 135 F. Supp. 176 (D. Del. 1955).

董事会

州公司章程规定，董事会而不是股东负责管理公司事务。1880 年，新罕布什尔州法院的裁定说明了股东与董事会之间的特殊关系，股东在公司清盘中，没有权力任命个人担任董事会的董事成员。法院裁定，管理公司的权力在于董事会，权力不能被股东篡夺[①]。如果股东对董事会的行为不满，补救办法是在下次选举中取代董事会成员。

公司可以通过公司法规进行限制，通常包括召集股东大会和其他此类管理规定。这听起来很一般，但在应对公司控制方面可能具有战略意义。不遵守程序要求也可能使公司行为无效。此外，至少在安然事件之后，可能会对未能获得董事会批准而让公司为个人支出买单的高管提出刑事指控，例如，使用公务喷气机进行个人活动，在泰科的案例中则是使用昂贵的淋浴帘。这种起诉依据的理论是，未经董事会批准，使用公司资产进行个人用途是一种偷盗行为。

在没有章程规定的情况下，州法规可能会对法定人数、告知和其他要求提出违约条款。这些法规要求董事会进行合议决策。董事会成员必须以团体的身份进行合议，除非在特定事项上以书面形式达成一致意见。为了保证合法决策，州公司法规可能会禁止少于三分之一法定人数的要求。当法定人数出席时，出席会议的大多数董事会成员的赞成票将构成公司行为，除非附则另有规定。

董事会任命公司管理人员负责日常事务。董事会制定政策，而管理人员实施该政策。《商业模式法案》规定，公司的业务由董事会或在董事会指导下管理运作，认可董事会成员担任监事，而非管理人员。一般来说，董事会应该聘请和监督管理层，批准财务和业务目标，审查内部财务控制是否充分，并选择向股东候选人推荐董事会成员。州法规可能在某些战略事宜（如合并）上要求表达董事会意见并指导股东批准那些事项。

---

① *Charlestown Boot & Shoe Co. v. Dunsmore*, 60 N. H. 85 (1880) .

外部董事

董事可能是公司的管理人员，也可能是外部董事。流行的公司治理改革一直是鼓励或要求在公司董事会和某些委员会上大量使用外部董事。外部董事并非总被视为有价值的。威廉·道格拉斯（William O. Douglas）在1934年发表的一篇名为《不履职的董事》的文章中批评了为增加公司信誉，聘请杰出人士担任董事会成员的做法。道格拉斯指责，这些人经常在公司管理方面起不到任何作用。几十年后，哈佛法学院教授维克多·布鲁迪（Victor Brudney）指出，外部董事存在一些限制，并警告在管理中不要太多依赖外部董事。然而，在安然公司丑闻之后，外部董事获得了很大的发展。即使在此之前，包括安然公司在内的大多数大型上市公司，董事会成员中都有外部董事。

SEC早期通过其全面披露要求，引导公共公司建立公司治理标准。在倡导增加更多外部董事上，SEC发挥了特别重要作用，特别是在监督公司审计师和审计过程的审计委员会中增加外部董事。20世纪30年代的美国公司治理制度要求至少有一些外部董事引入审计委员会。在SEC之前（SEC在1940年的改革中作出这种要求），纽约证券交易所就主张使用外部董事，但没有形成太大的影响。这一改革背后的理论是，比起管理层，外部董事更不容易掩盖问题。

20世纪70年代，经历了一系列审计失败的经济评论家李·梅特卡夫参议员（Senator Lee Metcalf）提倡使用只有外部董事的审计委员会，来对管理层和审计师进行检查。美国证券交易所（AMEX）负责人亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）反对梅特卡夫关于审计委员会的建议，至少对于像在美国证券交易委员会上市的小型上市公司而言，这会带来费用上涨。1978年，纽约证券交易所要求其上市公司设立一个由外部董事组成的审计委员会。会计行业工作组随后提出了加强审计委员会建设的建议，包括让他们在监督编制季度报告过程中发挥更大作用。审计委员会运动得到《1991年联邦存款保险公司（FDIC）改进法案》（*the Federal Deposit Insurance Corporation（FDIC）Improve-*

ments Act of 1991）的承认。该法案要求大型的 FDIC 保险银行设有由外部董事组成的审计委员会，并向其提供独立法律顾问。

亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）在成为证券交易委员会主席后，开始在会计行业进行改革，包括进一步对审计委员会进行强化，他显然现在认为自己能够兼顾。为了应对这一压力，美国证券交易委员会、全国证券交易商协会（NASD）和纽约证券交易所于 1998 年成立了蓝丝带委员会（Blue Ribbon Committee）来提升公司审计委员会的有效性，也进行了组建。为纪念其副主席，也是高盛的合伙人约翰·怀特海德（John C. Whitehead），该机构被称为怀特海德委员会，怀特海德委员会建议董事会对审计职能进行更大程度的监督，并确立外部董事真正独立的一些标准。纳斯达克交易所和纽约证券交易所在 1999 年通过了这些改革。在纽约证券交易所上市的公司或在纳斯达克交易的资本金超过 2 亿美元的公司中的审计委员会需要完全由外部董事组成，他们被要求"有财务资格"。SEC 也提出了披露要求，要求上市公司报告其审计委员会的性质和作用，但这些改革未能阻止安然公司和其他地方的会计滥用。

随着监管的努力，外部董事在董事会和其他委员会，特别是董事会中薪酬和提名委员会的任用在增加。担任外部董事的人员通常是学术界人士，政府前高级官员或著名的商界领袖。尽管他们都十分优秀，但为了监督管理层，他们还需要补充关于公司业务的知识经验并与公司进行充分接触。外部董事的另一个来源是首席执行官的朋友或被执行官以赞助形式提出的提名人。

在安然公司丑闻之后，要求更多外部董事的改革运动增加。纽约证券交易所通过了一项规则，要求交易所上市公司的董事会组成成员大多为外部董事。该规定要求，审计、赔偿和提名委员会的所有成员均应为外部董事。然而，没有证据表明外部董事能确保良好的管理。学术研究发现，拥有独立董事会（至少董事会的大多数人员由外部董事组成）的公司的执行绩效优于内部董事占多数的公司。一个例子是伊士曼·柯达公司（Eastman Kodak Co.），它的管理层在美国公司中可能是最糟糕的。几十年来，由于管理失误，股东受到严重打击。公司先是输给了外国制片人的相机胶片，然后完全误判了相

机的数字革命。柯达股价从1999年的76美元下跌至2004年4月的25美元，公司将股息从1.80美元下调至50美分，并削减了16 000个工作岗位，这个数量是安然的3倍。此前，自1998年以来，柯达公司已裁员22 000人。柯达放弃了将占其收入70%的电影制造业作为其核心业务，进而转向数码相机和设备。该公司提取了超过13亿美元的会计费用，并在21世纪从道琼斯工业平均指数的股票名单中出围。

即使其管理不善，伊士曼·柯达也是国际治理评级机构对上市公司调查中公司治理得分最高的1%。柯达董事会由11名外部董事组成，只有1名内部董事。那些外部董事包括布什政府的第二任财政部部长保罗·奥尼尔（Paul H. O'Neill），他也曾经在朗讯科技公司董事会任职，该公司存在大量的操纵账户行为；前参议员布和职业篮球运动员比尔·布莱德利（Bill Bradley）；肯塔基州前州长玛莎·莱恩·柯林斯（Martha Layne Collins）；经济顾问委员会前主席劳拉·德安德烈·泰森（Laura D'Andrea Tyson）和前南非大使德拉诺·刘易斯（Delano E. Lewis）。虽然阵容如此强大，但没有一个人能够管理好伊士曼·柯达，也没有人可以改善其命运。该公司甚至拥有自己的"首席治理官（chief governance officer）"，还有一个"多元化和包容性的高级执行理事会"，以及一个同性恋网站来进一步提高其政治正确性，并保护公司免受经营不佳的批评。这些改革都失败了，即使是多元化和包容性委员会也不能避免针对非洲裔美国人在促销和恶劣工作环境遭受了种族歧视的大规模的集体诉讼。更尴尬的是，由于会计失误，柯达不得不重述2003年和2004年的财务报告，审计人员对公司内部财务控制也提出了保留意见。该意见似乎是合理的，因为该公司不得不推迟报告2004年的业绩，该业绩比以前宣布的收益低了9 300万美元。柯达随后遭受了23亿美元的债务评级下调，这使得该债务低于投资级别并进入了垃圾债券行列。2005年第一季度1.42亿美元的亏损再次导致公司债务评级下降。柯达公司首席执行官兼董事长丹尼尔·卡普（Daniel Carp）宣布削减更多的工作岗位。这些问题并没有阻止卡普在2004年获得440万美元的赔偿。在2005年第二季度亏损1.46亿美元后，卡普宣布再次裁员10 000人，这是安然公司破产裁员人数的两倍。该公司还决

定关闭或缩减其约2/3的制造业资产。

柯达卷入更多的丑闻。该公司总部位于纽约州的罗切斯特，与其他纽约州北部的社区一样，该地区的税负名列全国前茅，对经济和新企业都带来负面影响。柯达执行官马克·卡马拉塔（Mark S. Camarata）对柯达大量的财产税账单提出了一个解决方案。为减少对柯达应纳税基的评估，他聘请了约翰·尼科洛（John Nicollo）旗下的评估公司。柯达以尼科洛帮助其节税的多少为基础向尼科洛进行支付。根据政府起诉书，为降低对柯达税基的评估，尼科洛之后贿赂了地方政府评估员查尔斯·斯瓦布（Charles A. Swab）。尼科洛在他从柯达收到的数百万美元中拿出一部分向卡马拉塔进行了支付。对于每个人而言，这看起来都是一个真正的“双赢”局面，但是政府检察机关并不乐意。政府声称，由于该计划，其他纳税人需要缴纳更多的税款，但柯达提起诉讼称其物业由于该计划而被过度评估，且目前仍处于被过度评估中。该公司承认其内部财务控制方面存在一些重大漏洞。除此之外，柯达的两名高管还在没有任何文件支持的情况下，批准了超过160项未经授权的合同和付款。

相比之下，由沃伦·巴菲特控制的伯克希尔·哈撒韦（Berkshire Hathaway），是近几年来该国最成功的公司之一，但也拥有治理结构上最不合理的董事会之一。其董事会成员包括巴菲特、他的妻子（在她去世前）、他的儿子、他的长期业务伙伴，以及一个共同投资者也是一名内幕交易者。讽刺的是，在安然事件后，巴菲特自己成为（除了自己以外）企业的改革倡导者，并且正成为商业道德高的标杆和改革主义的图标。鉴于伯克希尔·哈撒韦不正确的治理结构，这看似很奇怪。事实上，伯克希尔·哈撒韦公司本身的存在就是因为美国证券交易委员会管理下的1940年《投资公司法》中有一个漏洞。如果需要注册为投资公司，伯克希尔·哈撒韦中起决定性作用的非独立董事会必须重组，让其业务终止。“伯克希尔·哈撒韦公司通过将其战略投资活动嵌入到一家保险子公司，逃脱了1940年法案，并用一种别的公司不可复制的方式利用了内布拉斯加州的保险豁免法规”。[1] 此外，20世纪70年代，

① Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, “Investment Companies as Guardian Shareholders,” p. 1003.

巴菲特与SEC之间出现了一些问题，这些问题涉及通过保险销售代理人向投资者销售欺诈性保险，并通过为消费者购买杂货提供奖品的蓝筹印花（Blue Chip Stamps）公司来操纵股票价格，同时，巴菲特的公司在2004年因为一些保险业务问题被纽约总检察长埃利奥特·斯皮策（Eliot Spitzer）调查。巴菲特的伯克希尔·哈撒韦旗下拥有通用再保险公司（General Re）也遭到美国证券交易委员会的调查，因为向上市公司出售保险产品，而上市公司可用这些保单来平滑收入、提振收入。巴菲特至少直接参与了一次此类交易。

在所有事件中，证据都明显地表明，外部董事无力阻止丑闻的发生。安然公司就是一个例子。它有一个由外部董事组成的审计委员会。安然公司的董事会14名董事中有11名是独立的外部董事。这些经验丰富并且优秀的管理者、学者和前政府官员包括斯坦福大学研究生院会计学教授和前院长罗伯特·贾奇迪克（Robert Jaedicke），前财政部副部长查尔斯·沃克（Charls Walker），德克萨斯大学校长约翰·门德尔松（John Mendelsohn），英国前能源部部长及上议院和下议院的领导人约翰·威克姆（John Wakeham），美国奥委会秘书长诺曼·布莱克（Norman Blake Jr.），弗吉尼亚州乔治梅森大学经济学教授、商品期货交易委员会（CFTC）前任主席温迪·格拉姆（Wendy Gramm）博士。董事会中还包括通用电气公司（General Electric）、宾州中央公司（Penn Central Corp.）、海湾西部工业公司（Gulf & Western Industries Inc.）、联盟资本管理公司（Alliance Capital Management）和里约热内卢国家银行（the State Bank of Rio de Janeiro）的现任或前任高级管理人员。

另一家出现大量会计失误的公司是施乐。其董事会中外部董事占了多数，其中包括华盛顿电力的经纪人弗农·约旦（Vernon Jordan）以及前参议员乔治·米切尔（George Mitchell）等几位杰出人士。环球电讯（Global Crossing）成为另一场丑闻的中心，该公司的董事会也有很多杰出的外部董事，其中包括摩根大通私人银行部门的负责人玛丽亚·埃伦娜·拉古马西诺（Maria Elena Lagomasino）、微软高级执行官彼得·克努克（Pieter Knook）、凯雷集团董事总经理威廉·康威（William E. Conway Jr.）、前驻新加坡大使史蒂文·格林（Steven J. Green）。在大量会计欺诈行为发生的废物管理公司（Waste

Management），由 SEC 前主席罗德里克·赫尔斯（Roderick M. Hills）主持审计委员会工作。他的妻子卡·希尔斯（Carla Hills）是美国前贸易代表，曾担任朗讯和 AOL 时代华纳公司的董事成员，这两个公司也出现了大量的会计问题。

显然，外部董事无法阻止在股市泡沫破灭后导致公司丑闻频发的会计操纵。那么外部董事有什么价值呢？答案是值得思考的。外部董事可以提供智力支持，提供不同观点，可以用于进一步业务的联系，但是他们在防止管理滥用方面的有用性有限。根据职责定义，外部董事不参与公司的日常管理，并受到管理层的信息流控制。正如美国法律研究所（American Law Institute）指出的那样："在实践中，主要企业的计划制定和启动，在很大程度上要靠对公司业务的深入了解，比起董事会，高级管理人员更有可能掌握这种知识。"[①]

更多的董事会改革

尽管外部董事已经被证明无法监督公司，但改革者们仍然坚持梦想，甚至要求更多。他们现在要求至少在提名委员会中外部董事占多数。这些委员会经常通过提名友好的理事会候选人来选举出一个管理层可以控制的董事会，从而保证管理层的长期化。改革主义者还主张采取一些其他措施来改善公司治理，包括减少董事会的规模。一些大公司的董事会使用 20 位甚至更多董事会成员，这使董事会决策变得笨拙。另一项改革是要使外部董事有一个"领导"，他在由多数外部董事组成的董事会中将有一个独立的权力基础，即在董事会中创建董事会。伴随着改革的进行，外部董事在管理层不在场的情况下会进行定期会面。另外，还要求外部董事接触独立的律师和其他专家。

改革者寻求将董事会主席和首席执行官的角色进行分拆。首席执行官喜欢两个角色都担任，因为他们能够同时控制公司和董事会，后者对于巩固权利尤其重要。改革者认为，任命外部董事为董事长可以使董事会不必屈从于管理层，这给予外部董事更大的独立性。安然公司丑闻之后，公共信托和私

---

① American Law Institute, *Principles of Corporate Governance* § 301, comments.

营企业委员会中创立了蓝丝带委员会，后来由财政部秘书约翰·斯诺（John Snow）担任主席，他建议所有上市公司都将这两个角色进行分拆。这个提案遭到反对。批评人士声称这会削弱首席执行官的权威，使该职位的效率低下。值得注意的是，在世通公司（WorldCom）中，董事长兼首席执行官的角色被分裂，也许是所有会计丑闻中最大的丑闻。安然公司在分裂前，也将杰菲尔·斯基林（Jeffrey Skilling）和肯尼斯·莱（Kenneth Lay）之间的董事长和首席执行官角色分拆，另一项公司治理改革对股东几乎没有加以保护。

保密投票被广泛使用来防止不当的管理层压力，董事会也被敦促采用所有高管和员工签署的道德守则。在很大程度上，守则的内容是对正确事情的劝勉，但也包括对外部雇佣和业务的限制，这些雇佣和业务可能与公司利益冲突。道德官、风险管理者和多元化的管理人员也在被大量招聘。公司改革派的另一个目标是，管理层用交叉董事会来抵御不情愿的收购，并在诸如股东暴动等不大可能发生的事件中保持控制权。吉列（Gillette）的机构投资者在 2004 年对其使用交叉董事会进行了攻击，股东投票中有 68% 的股东寻求终止这种做法。管理层忽视了股东投票。即使在多数股东表示支持这种变化后，希尔斯—罗巴克公司（Sears，Roebuck & Co.）和联邦百货公司也拒绝放弃交叉董事会。加州公务员退休体系（Calpers）领导了另一次反对在英格索兰（Ingersoll Rand）使用交叉董事会的投票，投票获得成功，但管理层拒绝了这一要求。屈从于公司改革者的压力，宝洁公司的管理层于 2005 年同意放弃交叉董事会。

卡珀斯（Calpers）在挑战颇有争议的华特迪士尼公司负责人迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner）时取得成功，该公司的董事会成员在公司治理的所有测试中都失败了。迪士尼董事会的外部董事包括艾斯纳小孩小学学校的校长、他的私人律师、他的建筑师以及乔治敦大学校长，艾斯纳向乔治敦大学进行了大量捐赠。艾斯纳向他的妻子以及大型投资者发送了董事会备忘录。由于艾斯纳的几次重大失误，招致了其精挑细选的外部董事的批评，他对迪士尼董事会进行了重组。那些董事在这次重组中被取消董事资格了。艾斯纳肆无顾忌地说，这样做是为了提升迪士尼公司的公司治理水平。他声称，由于与

迪士尼存在各种关系，这些外部董事已不再独立。然而，另一位对艾斯纳保持友好的外部董事仍然留在董事会中，尽管他的配偶从迪士尼相关渠道获得了 135 万美元。

华特·迪士尼的侄子罗伊·迪士尼（Roy Disney）是一名对艾斯纳持有批评意见的董事，他因为迪士尼的强制性退休规则被迫离开董事会，该规则倾向于更为友善的董事，如演员西德尼·波蒂埃（Sidney Poitier）。持不同意见的董事被替换成了更屈从于艾斯纳的马屁精，其中包括前参议员乔治·米切尔（George Mitchell）。之后，艾斯纳未能获得 43% 股东的赞成票。与其他由管理资助的计划相比，这似乎是一个很大的占比，但由于迪士尼的反对，艾斯纳收到了巨额薪酬却把迪士尼经营得表现不佳，以及向一名短命的迪士尼执行官迈克尔·奥维茨（Michael Ovitz）支付大额补偿金的丑闻，使艾斯纳变得脆弱起来。无论如何，投票几乎没有什么影响。艾斯纳辞去了主席职务，但仍担任首席执行官。卡珀斯和纽约州退休计划在内的一些州养老基金，继续寻求将他从这个职位上拉下来。作为缓解这种反对态度的一种方式，艾斯纳宣布他将在两年内退休，这使得他将管理权巩固到那时候，直到罗伊·迪士尼决定放弃重组迪士尼董事会。

2004 年 2 月 11 日，康卡斯特（Comcas）公布了向迪士尼提出 487 亿美元的收购要约，但在遭到艾斯纳抵制后，其在 5 月撤回了该要约，艾斯纳在与董事会成员商量前就作出了反对决定。之后，艾斯纳透露，他在首席执行官任期结束后，有兴趣成为迪士尼公司的董事长。尽管卡珀斯反对他的连任，他在 2005 年董事会的连任选举中也得到了 94.6% 的迪士尼股东的支持。

罗伊·迪士尼和另一名从迪士尼董事会中被驱逐的反叛董事斯坦利·高德（Stanley P. Gold），在一部畅销书《迪士尼战争》（*Disney Wars*）中攻击了艾斯纳在迪士尼的统治。迪士尼和高德在《华尔街日报》中开辟了一个全版，批评艾斯纳正试图未经董事会参与任命罗伯特·艾格（Robert Iger）为他的继任者，参议员乔治·米切尔（George Mitchell）在书中拒绝就《迪士尼战争》一书中提到的管理不善问题进行调查。迪士尼和高德表示，董事会正在把他们的“脑袋藏进沙滩里”，如果在书中提到的问题是真的，董事会应该要求艾

斯纳和其他人退回奖金。艾斯纳立即进行了回应，他让迪士尼董事会任命艾格为首席执行官，这比原计划提前了一年。艾斯纳说，他将于2005年9月从迪士尼退休。迪士尼和高德在特拉华州法庭上起诉时声称，迪士尼董事会在向股东们撒谎，他们声称将在全球范围内搜寻艾斯纳的继任者，而不仅仅是艾斯纳选定的接班人。特拉华州的法官拒绝驳回该诉讼。在安然前此类索赔一般会被否定掉。罗伊·迪士尼被聘请为顾问和名誉董事后，这一诉讼被解决。艾斯纳在任期中的成绩具有两面性。他将迪士尼的市值从1984年的18亿美元增加到2005年的570亿美元，但是艾斯纳在欧洲迪士尼主题公园项目和其他的错误冒险中损失了数十亿美元，公司的股票价格继续下滑。

SEC对迪士尼（治理问题发生后的几年中首次）提起诉讼，诉讼声称该公司没有披露雇用外部董事子女并提供其他福利。在得知未披露福利的人中，财务顾问和律师——罗伊·迪士尼和斯坦利·高德都试图罢免艾斯纳。公司还没有披露另一名接受车、司机和办公室的董事名字。

公司管理者

州公司法最初规定了董事会必须任命的某些管理者，但现代公司法将该决定的大部分放在附则中。在过去几年中，总裁是公司的首席执行官，但今天已被行政总裁取代。同样，公司司库的重要性也被降为首席财务官。在安然实践之后，许多首席财务官被控犯有会计欺诈罪。公司中一般都有一个公司秘书来查验公司记录，但是从那起行政职务名单是没了止境。今天，大公司中的职位设置都让人困惑。即使具有相同名称的职位，在不同的公司中也承担不同的责任。例如，在制造业公司里，副总裁可能是强权职位，但在一些金融服务公司里这只能是一个一般职位。首席运营官、执行副总裁、集团副总裁、高级副总裁和董事总经理在不同企业中的重要性都各不相同。

管理人员是公司的代理人，但他们只具有执行董事会授权职责的权力。管理人员不得在未经董事会授权的情况下对公司进行约束，但该授权可能是“事实上的”或“明显的”。前者由董事会决议产生，决议通过明示或暗示对行动进行授权。即使没有实际的权力，当董事会通过某种决议使某人具有

“显而易见”的权力时，也可以合理地使第三方相信其被赋予了明确的权力。任命公司的高级人员可能是明显的授权。例如，一家公司的总裁有权代表公司订立就业合约，除非合同相当特殊，如是一份终身雇佣合同。如果不特殊，即使总裁没有从董事会得到实际权力，就业合同也是可执行的。这些规则在泰科公司和其他涉及公司巧取豪夺的指控中发挥了重要作用。

股东责任

州公司法允许股东承担有限责任。这意味着股东对其投资以外的债务没有责任。当一家公司破产时，债权人将对该公司所有资产进行索偿，直至其债权全部实现。如果公司资产不足以支付这些债务，股东将其个人资产从债权中扣除后，没有义务支付债权缺口。

股东的有限责任引起了对债权人保护的担忧。作为债权人的保护条款，早期的州公司法在公司开始营业之前就有最低资本要求。“在肯塔基州可以白手起家开始做生意，但如果是公司业务，则本金必须起码要 1 000 美元。”[①] 这些要求中大多数已经因为依据不充分或任意性强被遗弃了，因为一些公司需要有比其他公司更多的资金。在任何情况下，债权人都可以通过债务担保和自己评估公司信誉来进行自我保护。更实际的是，至少在小公司里债权人可能需要股东对债务进行连带担保来对股东进行“追偿”。

当公司结构被滥用时，法院偶尔会“穿透公司面纱”，让股东承担个人责任，但这些案件相当罕见，没有法院曾经穿透过上市公司的面纱。面纱穿透案通常涉及非自愿债权人。这将包括有人因公司雇员的行为而遭受伤害或死亡，但公司的资产不足以提供赔偿的情况。在 1961 年的一个注明案例中，公司面纱无法使一名律师免于溺死儿童的个人责任。该律师担任临时公司的管理人员和董事，并在名义上拥有塞米诺尔温泉公司的“合格”股份。为满足加利福尼亚州法律对公司的要求，他以这种身份行事。一个孩子在该公司管理下的一个租赁游泳池溺水，法院判决其获得 1 万美元的赔偿。著名的加州

① *Tri - State Developers, Inc. v. Moore*, 343 S. W. 2d 812 (Ky. 1961).

法学家罗杰·托雷诺（Roger Traynor）法官认为，该公司的股东应该承担个人责任，因为公司没有遵守公司结构的手续，开展业务的资金不足。[①]

股东权利

在普通法下，股东被赋予了购买一定数量新股票的“先买权”，以防止其所有权被稀释。例如，假设一家公司授权发行1 000股普通股，其中的100股已经出售给现有股东。股东A拥有40%的发行股份，但董事会随后投票决定出售剩余已授权但未发行的900股。股东A将拥有购买360股的先买权，以确保拥有40%股份的股东地位。如果没有这样的权利，当股份出售给其他股东或第三方时，股东A的所有权占比就会大幅减少。今天，除非公司章程有要求，州法规通常否认先买权。这对于大型上市公司而言很重要，因为联系数百万的现有股东行使先买权非常麻烦。

州法规通常规定了董事要通过股东大会选举，并建立了关于会议的法定人数和通知要求等内部管理要求。这些内部管理要求往往是默认规定，至少在某些方面，因附则规定而异。只有在管理层规定日期前注册在录的上市公司股东才可以投票。当法定人数出席并获得多数票时，股东才会批准。特拉华州在其公司章程中有规定，如果有足够票数的股东通过书面批准，可以允许股东不经会议采取行动。

股东通常会被授予对公司账簿和记录进行有限检查的权力。虽然股东是公司的所有者，但无限制的检查权也可能会损害公司。例如，如果允许无限制访问，竞争对手可以购买一份可口可乐股票，然后要求查看可口可乐的配方。这将为公司带来损害，因为该配方没有获得专利认证。一般来说，股东有权获得股东名单，以便他们在公司事务上相互沟通。但即使获得名单也引起了人们的担心，害怕将股东名单作为一种营销工具。

政治活动家买了几股股票，然后寻求获取公司记录以进一步追究其问题，这提出了检查权限的问题。一个案例涉及一名反战活动家，他努力获得其在

---

① *Minton v. Cavaney*, 364 P. 2d 473 (Cal. 1961).

越战中使用武器的生产商——霍尼韦尔公司（Honeywell Inc.）的记录。该活动家只是名义上持有霍尼韦尔股票的。他正在与一群战争示威者合作，就他们所谓的霍尼韦尔计划进行调查，该计划旨在说服公司股东批准关于要求霍尼韦尔公司停止制造军火的议案。明尼苏达州法院否认这种检查[①]，但其他法院允许其他活动家接触至少部分公司记录。几个州修改了法规以阻止这种行为，要求寻求检查的股东至少在规定时间内拥有所规定的最低股票量。

股东投票

公司投票主要是通过股东代理进行的，这在政治选举中相当于缺席投票的公司。在公司选举中，任期比政治活动中更重要，因为管理层控制了上市公司的代理机构。管理层通常选择将由董事会成员选出的候选人，并为其他股东投票提出建议。大多数股东都投票支持管理层的提名和建议。这是因为至少直到现在，大多数股东不支持管理层的时候都选择以出售股票方式用脚投票。上市公司的股东如果确实以代理投票方式对管理层提出反对，通常会失败。即便是大股东成功地组织了这样的活动，成本也是很高的。

改革派人士多年来一直关注代理机构被管理层控制的问题。1912 年，众议院银行委员会发现，美国的公众股东在很大程度上是无力的，他们没有动力去控制或影响管理层的政策。委员会无法找到一个上市公司股东将现有管理层投票出局的单例。

阿道夫·伯利（Adolf Berle）和加德纳·米恩斯（Gardiner Means）1932 年在他们创新性工作课题“现代公司和私人财产（The Modern Corporation and Private Property）”中重申了对管理层控制的担心。伯利和米恩斯认为按照管理层控制的不同程度可以分为三类：

1. 多数控制：一家股东或集团拥有或控制公司股份的 35% 以上。即使股东行动需要多数票，持有至少 35% 股权的股东也可能获得其他占比较少股东

① *State ex rel Pillsbury v. Honeywell, Inc.*, 291 Minn. 322, 191 N. W. 2d 406 (1971).

的支持以赢得胜利。

2. 管理控制：这些公司现有股东拥有的公司股份最多不超过现有股份的5%～10%。由于管理层控制了代理机构，大多数股东都是被动的，管理层几乎完全控制公司。上市公司的管理层在争夺代理人的战斗中很少失败。即使在董事选举方面，管理层也控制着这一过程，即由管理层提供的代理材料展示公司董事的管理能力。

3. 少数民族控制：在这些公司中，单一股东或集团控制公司股份的10%～35%。如果该部分股票持有人未参与管理，则该股东和管理层之间共享控制权。他们通常会合作工作，因为每个人都能够赢得有争议的代理人战斗：一方面，管理层控制了代理机构；另一方面，大股东控制了大量的股票，并且能投入资源进以说服其他股东积极反对管理层。①

大多数大型上市公司属于伯利和米恩斯所确定的第二类，公司里呈现出一种危险倾向，管理者们为了自身利益而不是股东的。这意味着高管人员接受了一系列的补偿，包括行政喷气式飞机和各种形式的精美礼品，从曼哈顿的公寓到热带岛屿上的奢侈派对。实际上，伯利和米恩斯所确定的每种场景都构成了公司治理问题。首先，多数股东可以溢价出售其控制权，将其他股东排除在外。多数股东可采取有利于多数股东个人的行为，排除其他股东的利益，例如，与多数股东拥有的其他公司签订有利合约。伯利和米恩斯所确定的第三种控制关系的形式是管理层和大型的少数股东之间出现僵持，但是当大型的少数股东获得利润丰厚的合同、就业或其他好处时，他们的联盟就可能会对其他股东造成损害。②

一个日益增加的现象使伯利和米恩斯观点过期，从20世纪90年代开始，机构投资者获得了上市公司中存量股票中的大部分。这些机构包括公共和私人养老金计划、保险公司、银行管理的信托基金、共同基金和对冲基金。传统上，这些机构投资者是被动投资者；他们不满意管理层时就会卖掉股票，但这种做法被改良派批评了。例如，伯纳德·布莱克（Bernard S. Black）在

---

① Berle and Means, *The Modern Corporation and Private Property.*

② Berle and Means, *The Modern Corporation and Private Property.*

1992 年发表的名为《代理人监督代理人：机构投资者的承诺》的法律评论文章中，就敦促机构投资者放弃其被动投资的态度。在阿道夫·伯利教书的哥伦比亚法学院，布莱克（Black）教授希望机构投资者在董事会上发出“声音”。他主张创建一个精心设计的“监督”架构，员工、高管、董事会成员和机构投资者都会监督彼此的不当行为的迹象，这是一种苏维埃式的社区。[①]

大多数的机构投资者继续发挥被动作用，但是几家公共养老金计划确实成为积极的投资者，也是积极主张公司治理变革的倡导者。该运动的领导人是美国最大的退休基金——加利福尼亚州公务员退休计划（Calpers）和纽约州政府退休计划。这些机构经常从管理层对董事会职位的选择中扣除投票权，并为股东投票提出“良好”的公司治理建议。为了帮助他们，卡珀斯（Calpers）和公司治理改革机构——机构股东服务公司（ISS），开发了一个外部董事的数据库，如英国非执行董事促进研究所（the British Institute for the Promotion of Non-Executive Directors）持有的数据库，数据库可以帮助选择董事会成员的候选人。

养老基金在使候选人当选或使公司治理建议获得通过等方面几乎没有获得过成功，但他们在继续努力。ISS 在就机构投资者如何委托投票等方面提供咨询意见。根据其 2004 年的网站，该公司是“全球领先的代理投票和公司治理服务提供商”。ISS 为全球 950 多家机构和企业客户提供其核心业务——每年为 10 000 多名美国股东和 12 000 名非美国股东的股东大会提供代理分析、有针对性的研究和客观的投票建议。但不清楚 ISS 如何达成这样广泛征求意见的决定。

代理投票

尽管存在剥夺投票权的现实，但是在国家和联邦层面，一个精心设计的法律体系在规范着代理投票。州法律控制了股东投票过程和权利。这些规定包括股东在兼并等事宜上的投票要求。州立法机构有时灵活适用这些规定，

① Bernard S. Black, “Agents Watching Agents: The Promise of the Institutional Investor Voice.”

如阳光信托银行（SunTrust Banks Inc.）和第一联盟集团（First Union Corp.）之间的收购之战所示，2001年两家公司都试图控制美联银行公司（Wachovia Corp.）。第一联盟和美联银行位于北卡罗来纳州，而阳光信托则由格鲁吉亚营运。为了确保将美联银行留在州内，北卡罗来纳州的立法机关通过了特别立法来防止阳光信托召集会议，要求股东批准公司章程变更，从而为阳光信托获得控制权提供机会。战斗也在北卡罗来纳州商业法院，第一联盟最终占了上风。对各方而言，这场战斗都耗资巨大。阳光信托在这场输掉了代理权的战斗中耗资3 000多万美元，这带来了关于小股东如何能成功反对管理层的思考和问题。

州法规和宪法中的“累积”投票要求在20世纪中叶很为流行，它允许股东集中多张选票向一个或多个董事进行投票，而不是每人每次一票。累积投票力求为更多的少数股东在董事会中提供代表机会。这个目标因为使用交叉委员会没有达成，交叉委员会使得每年只有一小部分董事当选。从数学上而言，交叉董事会使得少数股东选举董事更加困难。例如，在9人董事会中选举3名委员，在累积投票中，比一次性选举9名委员还要多250%的选票。此外，股份持有量日益分散，股东在对公司不满时简单地出售股票意味大多数股东对累积投票没有兴趣。诸如宾夕法尼亚州和伊利诺伊州等州废除了强制性累积投票权要求，改为酌情决定这些条款。

更为完全地剥夺股东权益的一种流行方法是使用两种类别股票：一种是投票权股票；另一种是无投票权股票，但其比投票权股票拥有更多的股利。股利吸引了非管理层股东，他们被愿意放弃较多股利以换取控制权的个人或集团控制。此外，如果出售公司，管理层将因为控制公司获得更多溢价。即使这是股东自愿选择的结果，改革主义者也反对这种“剥夺股东权益”的做法。NYSE自1926年以来即要求一股一票，SEC在20世纪后期试图禁止无投票权股票的安排，但联邦法院后来裁定，该机构在其全面披露权力框架下无权实施这种禁令。[1] 纳斯达克随后采取行动禁止这类非投票股票通过其设施进

① *Business Roundtable v. Securities and Exchange Commission*, 905 F. 2d 406.

行交易，但依然还有几家这样的公司存在。

代理之争

代理人战争在大型上市公司中很少见，但在大股东之间或在企业并购过程中偶尔会发生冲突，其中一些还很激烈。20 世纪 50 年代发生了这样一场争斗，路易斯·迈耶（Louis B. Mayer）试图接手控制旗下拥有米高梅公司（MGM）的勒夫公司（Loew's Inc.）。迈耶已经控制了勒夫公司数十年，在 1940 年他收到的薪水是 67 万美元。迈耶的兴趣转向了赛马，在公司损失了数百万美元后他被淘汰。当时迈耶试图通过与勒夫公司最大的股东约瑟夫·汤姆林森（Joseph Tomlinson）结盟来重新获得对该公司的控制权，但 1956 年，领导勒夫公司的约瑟夫·沃格尔（Joseph Vogel）受到攻击。为避免代理人斗争，沃格尔同意创建一个 13 人的董事会来妥协。沃格尔选出 6 名成员，汤姆林森选出 6 名成员，第 13 名成员则由双方商定。6 名沃格尔选定董事中的两名辞职后，妥协也分崩离析，中立董事和汤姆林森选定的董事也是如此。汤姆林森的董事要求召开一次特别董事会会议来填补空缺；由于他们是多数，他们计划选举自己的候选人并接管控制。沃格尔的董事拒绝参加，这使得法定人数未达到。特拉华州法院裁定，因为当时董事会没有达到法定人数，所以汤姆林森派系不能填补空缺。

沃格尔召集股东特别会议发起了反击，其目的是将勒夫董事会成员从 13 名扩大到 19 名，选出新董事填补空缺，并将汤姆林森和其一名支持者移除出董事会。沃格尔在股东投票中胜出，除了一名候选人之外其他的全部被选上。特拉华州法官裁定，章程对沃格尔召集特别会议进行了授权，股东可填补董事会职位空缺。汤姆林森和董事会中他的支持者被认为存在不当之处，因为在管理层提出代理要求前，他们并没有被给予机会来向股东陈述自己的反对观点。

此案件中的一个重要方面是当缺乏法定人数来阻止董事会采取行动时，谁控制公司。法院裁定，即使汤姆林森集团在董事会中拥有多数票，管理层（沃格尔派系）也控制公司。这意味着沃格尔可以利用公司资金来资助与汤姆

林森集团进行的代理战。由于公司章程中含有累积投票权条款，沃格尔无法使用其重新获得的控制权将汤姆林森从董事会中驱除。汤姆林森不久之后就重新进行攻击，而沃格尔成功消除了累积投票权，为从董事会中驱逐汤姆林森铺平了道路。

这并没有结束对勒夫公司的控制之争。沃格尔的继任者罗伯特·奥布莱恩（Robert H. O'Brien）获得了20万美元的工资，这成为1967年另一场控制权争夺战斗的目标，战斗由拥有公司大量股票的地产开发商菲利普·莱文（Philip J. Levin）发起。莱文联合了其他大股东。他们试图推翻支持管理层的董事。这不是一件容易的事情。莱文集团试图让联邦法院命令奥布莱恩和其他管理层负责，指责他们“为特别留用的律师、公关公司和代理征集组织的服务付费，另外还在代理征集中不当地使用米高梅公司的办公室和雇员，并用米高梅公司的良好商誉和业务往来为当前的管理层提供支持”。[①] 禁令被否决了，但莱文在股东投票中胜出，选举出了他想要的董事候选人。

不久之后，在20世纪60年代，该公司成为另一个控制竞赛的对象，这次是由时代公司（Time, Inc.）和施格兰公司（Seagram Co.）的负责人埃德加·布朗夫曼发起。莱文把米高梅卖给了相关利益者。米高梅随后在1969年被出售给蓄意收购者柯克·柯科里安（Kirk Kerkorian），他不止一次地买下了米高梅公司。其中一次是在1986年以15亿美元的价格向美国有线电视新闻网（CNN）的特德·特纳（Ted Turner）出售，这次购买使得特纳的财务状况恶化。特纳在三个月后以3亿美元的价格将米高梅转售给柯科里安，但特纳保留了其电影图书馆，并使电影彩色化，此举使得许多电影迷们很生气。1990年，柯科里安将米高梅公司卖给了两名意大利商人吉安卡洛·帕莱蒂（Giancarlo Parretti）和弗洛里奥·菲奥里尼（Florio Fiorini），他们后来被联邦当局指责在收购美国公司中存在大规模欺诈行为。2004年，柯科里安再次以49亿美元的价格将米高梅公司出售给了索尼。

另一个值得关注的代理诉讼是关于2002年批准惠普（Hewlett - Packard）

---

① *Levin v. Metro - Goldwyn - Mayer, Inc.*, 264 F. Supp. 797 (S. D. N. Y. 1967).

和康柏公司（Compaq）合并的股东投票。该公司其中一名创始人之子沃尔特·休利特（Walter B. Hewlett）在非常接近的股东投票后对该并购提出质疑。双方在投票之前花费了数百万元进行代理争夺，并在《华尔街日报》等刊物上刊登了全页广告。惠普表示，管理层的代理资料具有误导性，惠普公司的首席执行官卡尔顿·卡莉菲奥莉娜通过威胁德意志银行的方式获得选票，他们威胁德意志银行如果其货币经纪人没有投票支持他们，德意志银行就会失去惠普公司可观的业务。菲奥莉娜之前曾在朗讯科技公司（Lucent Technologies Inc.）担任执行官，但在该公司出事前逃离。德意志银行的资金管理人员依据一些不太合理的信托责任理论，计划投票赞成合并康柏股份，同时投票反对并购惠普股票。整个过程是由ISS推荐的，该组织就如何以政治正确的方式为代理人投票提供咨询意见。然而，通过两种方式投票，资金管理人员同时违背了持有康柏股份客户和持有惠普股份客户的利益。

在传统上，州法院已经阻止股东出售投票，这一过程相当于政治运动。股票其实是对一块物业的所有者权益，目的是寻求投资回报，那么通过出售投票来增加投资回报有什么错呢？认识到这一现实，至少有一个法院认定，普通法的投票购买规则已经过时。无论如何，特拉华州法院认定，沃尔特·休利特没能证明自己的指控，尽管证据显示，菲奥莉娜已经在一位下属的电话中留言，告诉他“周一早上再次打电话给德意志银行。如果你没有收到正确答案，那么咱俩需要一个电话会议、一个观众等来确保我们能把它们放在正确的地方……打电话，看看我们能得到什么，但是我们可能要为这两个人做点不寻常的事情，让他们和我们走同一条路线”。菲奥莉娜留下这个消息后，打电话给德意志银行的管理人员，这些管理人员把2 500万股股票中他们持有的1 700万股投向了赞成惠普—康柏并购。

法官没有在这个电话中发现不当行为，因为这个录音的录制未经菲奥莉娜许可。证券交易委员会并非很宽恕；它向德意志银行的投资咨询单位罚款75万美元。美国证券交易委员会认为存在利益冲突，因为其咨询部门没有透露它在为惠普工作，并且干预了投票过程。这对在商界经验丰富的沃尔特·休利特并没有帮助。卡莉·菲奥莉娜拒绝他被再次提名为公司董事会成员，

借以惩罚他对自己提起诉讼。休利特在这次不成功且唐吉坷德式的运动中花费了数百万美元。卡莉·菲奥莉娜花了几年时间来品尝这次胜利，但兼并失败了。菲奥莉娜 2005 年 2 月的一次董事会政变中被推翻，因为拒绝了董事会对她的经营角色的限制。当她收到 4 200 万美元的遣散费和退休金时，她的痛苦多多少少得到了缓解。她被来自 NCR 公司的马克·赫德（Mark Hurd）取而代之，赫德之后削减了 14 500 个工作岗位，是安然数字的 3 倍，他还降低了退休人员的收入。

SEC 对代理的监管

1934 年，威廉·道格拉斯（William O. Douglas）在德克萨斯公司调查委员会编写的一篇法律评论文章中提到了一份报告。该报告读起来像安然事件后的鲍尔斯报告。除此之外，德克萨斯公司的管理人员们控制了董事会，要求董事会批准他们的大额奖金，并向个人发放贷款以满足其个人股票账户的保证金要求。为了防止这种滥用行为，道格拉斯希望能阻止大公司的董事会由公司管理层提名。他希望董事会中大多数成员由非管理人员的股东组成。为了实现这一目标，道格拉斯试图将代理机制从管理层中取缔。道格拉斯通过规范代理流程，认为可以从管理层那里获取控制权并转让给股东。当然，正如宾夕法尼亚大学法学教授小戴维·斯基尔（David A. Skeel Jr.）所言：“道格拉斯关注最高法院，而在新政方面，这种愿望要求对政府控制的商业和金融有一个不容置疑的承诺。”

道格拉斯对代理征集过程中的攻击使其成为《联邦证券法》中流行的改革主义。因此，《1934 年证券交易法》授权 SEC 对上市公司的代理征集进行监管。SEC 还通过规定，要求管理层向股东提供有关公司经营情况的年度报告，包括经审计的财务报告。该报告必须作为年度股东大会代理征集的一部分送交股东，在股东大会上会进行董事选举和其他行动。报告所需信息取自 SEC 的 10 – K 表格，包装封面带有管理层和员工微笑照片。此报告未能履行 SEC 的全面披露义务。相反，它为管理层提供了一个机会来淡化问题或灾难，这被管理层称为不可避免的“挑战”，并将其转嫁到财务报表上。

SEC 的代理规则包含代理材料的反欺诈申明，并要求股东能获得股东名单，以便他们相互沟通，对州法律形成弥补。代理声明必须先向 SEC 的公司财务部（Division of Corporate Finance）提交审查，然后才能发送给股东，但该审查最多是粗略的。SEC 通过了另一项旨在通过代理征集来鼓励股东民主的规则。该规则要求管理层对股东提交的议案以股东投票方式来表决。管理层必须在其代理声明中包含提案股东的提案和对其的支持声明，不超过 500 字。为符合提案资格，投资者持股至少要达到 2 000 美元，或占会议投票权的 1%。SEC 股东提案规则被“股东民主”的倡议者广泛使用，就管理层赔偿、年度会议、股东投票权等类似事项提出投票。越战反对者、歧视反对者、吸烟反对者、污染反对者及其他社会问题也用这个规则来寻求公司政策的改变。

SEC 允许管理层排除某些领域的提案。例如，一个寻求不符合州法律规定的提案不需要包括在代理中。这使得管理层可以排除企图要求公司采取某种行为的事项，因为州法律在董事会的自由裁量权中确立了这一要求。如果只是要求董事会行动或寻求章程变更的提案是正当的。另一个可排除的是对于公司业务影响不大的事项。在一起案件中，法院裁定，管理层必须采纳一项停止销售鹅肝酱的建议，因为强制喂养和吃掉它们对鹅来说都非常残忍，其过程描述如下：

> 通常从鹅四个月大的时候开始喂养。在机械化饲养的一些农场，鹅的身体和翅膀被放置在金属支架中，其颈部被拉伸。通过在鹅喉上插入 10 ~ 12 英寸的漏斗，一台机器将多达 400 克的玉米醪液倒入其胃中。弹性带围绕在鹅的喉部以防止反流。手动喂养时，一个抓手使用漏斗和棍子来强制捣碎。[1]

阅读了令人震惊的描述之后，法官认为这件事是重要的，即使鹅肝酱销售只是公司业务的一小部分。他认为这个事情有“道德和社会意义”，应该由股东来考虑。

涉及个人喜好的议案也允许被排除在外。作者将个人喜好包括在了轨道

---

① *Lovenheim v. Iroquois Brands, Ltd.*, 618 F. Supp. 554 (D. D. C. 1985).

科学公司（the Orbital Sciences Corporation）的代理材料中：

我的同事们：

从我记事开始，我就想要在火箭上工作。有些人想成为消防员或警察，但我希望在火箭上工作。怀揣着梦想，我获得了加利福尼亚大学物理学学士学位。我发送了917份简历来寻找与火箭有关的工作，但我没有获得一次面试机会。

在想获得面试机会的所有公司中，我知道能够实现我目标的一家公司是轨道科学公司。我把简历发给了公司的行政总裁和人力资源部，但再次遭到了拒绝。

我已经购买了轨道科学公司的股票，故作为一个股东来提出我的恳求。我请你作为股东帮助我获得轨道科学公司的工作。

股东提案

而华盛顿贝尔维尤（Bellevue）的居民R——F——确实通过适当渠道向轨道科学公司求职，但也没有获得面试机会。

因此，我们股东现在特此指示行政总裁给予R——F——一份高级项目组的工作，职位为工程师助理，技术人员或其他能充分利用R——F——的知识、技术和能力的工作。该工作不迟于1996年12月31日开始，每年支付不低于19 200美元的底薪。

股东提案中最具争议议题之一是涉及歧视问题的提案。1992年，SEC工作人员宣布了本身违法规则，允许排除有关宗教、种族、性别或性取向的歧视性议案。SEC在六年后撤销了本身违法规则，宣布将在这些问题上采用逐案审查法。例如，2005年，SEC的工作人员要求美国银行将一项股东代理提案纳入，该提案要求其至少50%的董事会成员为少数种族。一周后，该工作人员从该职位上撤职，同时允许银行排除该提案。

各种改革派和抗议者利用SEC的代理条款推动其他事情，诸如反对吸烟、抗议越战和其他环境问题。最近，SEC的工作人员要求埃克森美孚公司（ExxonMobil Corp.）在其代理中包含股东提案，该议案要求公司披露其对全

球变暖的看法以及石油钻探对阿拉斯加州公园和其他保护区的影响。

当一家公司想要将一项提案排除在外时，它向 SEC 的工作人员提出请愿以便根据 SEC 规则进行排除。这个过程耗费了 SEC 工作人员数千小时的时间，把资源从欺诈监测中转移出来，也让公司管理层分心。即使 SEC 的工作人员允许排除某些提案，提案的排除有时也在法庭上受到质疑。在一个案例中，SEC 允许陶氏化学公司（Dow Chemical Company）排除试图修改公司章程的股东提案，禁止该公司出售将在越南使用的凝固汽油炸弹。这个提案的倡导者是人权医疗委员会（Medical Committee for Human Rights），该委员会正在使用少量的陶氏股份来实现反对战争的目标。委员会声称，通过制造凝固汽油炸弹，陶氏不鼓励招聘青年工人，而该公司的全球业务正受到出售汽油炸弹的消极影响。

联邦上诉法院认为，SEC 作出可以排除该提案的裁定须经司法审查。法院进一步认为，该提案应提交给股东，因为该公司声称其“制造和销售汽油炸弹考虑到商业因素，但尽管这样，事实上管理层决定开展的业务对股东几乎无利可图的，对公司的公共关系和招聘都有损害，因为管理层认为这一行动在道义上和政治上是正确的”。法院认为，这种做法应该接受股东投票。

最高法院同意审议这个问题，但在陶氏将该提案纳入其代理声明中后驳回了请愿书，因为少于3%的股东投票赞成该提案。[①] 根据 SEC 规则，这意味着该提案不符合重新提交投票条件。这也说明了这一程序中的另一个问题，在根据 SEC 规则提交的所有提案中，几乎没有管理层不支持还获得大量股东投票的情况。即使有极少数议案能在管理层反对时仍通过，但管理层往往忽视这一需求，因为这只是一个要求，如最近股东投票要求结束交叉董事会的情况。

---

① *Medical Committee for Human Rights v. Securities and Exchange Commission*, 432 F. 2d 659 (D. C. Cir. 1970), vacated as moot, 404 U. S. 403 (1972).

第2节 受托责任

受托人

公司治理的另一方面是将受托责任应用于管理人员、董事和控股股东的行为。受托责任这一概念借鉴于英国法律体系下的信托法，后来移植到美国。信托法涉及伦敦横平法院制定的“公平”原则。“在对权益利用中，最大的和最重要的是发明和发展了信托”。[①] 正如弗雷德里克·梅特兰（Frederic W. Maitland）教授所言：“如果我们被问到英国人在法学领域所做的最大和最显著的成就是什么，我不认为我们可以有比这更好的答案了，即发展了几个世纪的信托理念。”[②]

在英国，信托确实很重要。在20世纪初，所有英国资产资本化价值的20%由信托持有。后来信托迁移到了美国。到1929年，美国的银行管理着10万多个信托，超过1亿名百万富翁使用信托来处置自己的遗产。信托概念将一个人的资产管理置于另一方的手中，由受托人为信托受益人或信托基金管理资产。这种关系成熟到被滥用的程度，因为受益人在信托基金投资中完全依赖于受托人并且依靠受托人避免有利于自己但会损害受益人的自营交易。

英国法院为保护信托受益人，对受托人施加了特别责任，“受托人对信托受益人的最根本责任是忠诚”。[③] 受托人的责任防止其在处理信托时牺牲受益人的利益。此外，“信托人与受益人进行交易时，如没有对所有已知影响交易的情况进行全面披露，或者如果交易对受益人不公平，受益人可以将其取消。”[④]

受托责任的第二位是“尽心”。受托人在这一职责范围内严格按照标准选

---

① Austin W. Scott, "The Progress of the Law, 1918 – 19: Trusts," p. 688.

② Austin W. Scott, "The Trust as an Instrument of Law Reform," pp. 462 – 463 (quoting Frederic W. Maitland).

③ Austin W. Scott, *The Law of Trusts*, p. 856.

④ Austin W. Scott, "Liabilities Incurred in the Administration of Trusts," p. 725.

择投资信托基金。虽然负责股本问题的大臣最初允许信托基金投资包括东印度公司在内的股份公司，但1720年南海泡沫期间的普通股亏损导致英国法院重新考虑这种投资。之后，法院将信托投资股票限制在政府问题上。颇受关注的一个案例是，马萨诸塞州法院在1830年哈佛大学诉埃默里（Amory）的诉讼决定中，裁定受托人必须在投资信托资产时采用“合理的判断权”。受托人的行为方式应“慎重、周全和智慧地管理他们的事务，不应投机，而应在考虑到收入、投资资金的安全等问题后持久地处置好资金”。[①]

美国法院对“谨慎人”规则是否允许受托人投资于公司股票和其他相关的不确定因素而存在分歧。州立法机关通过所谓的信托投资法律清单提供指导。这些清单最初没有包括普通股，后来在20世纪进行了扩容，允许一定比例的信托资产持有此类投资品。此后，这些限制性法律清单受到一些研究成果的削弱，这些研究显示长期普通股投资比其他投资工具表现得更好。20世纪的最后几十年，强调多元化的“现代投资组合理论”进一步削弱了法律清单。在这种理论下，投资组合被评估为一个整体，允许引入风险因素，甚至是期货和期权来实现多元化。当劳工部裁定养老金计划管理人员可以在《雇员退休保障收入安全法》（ERISA）规定的福利退休计划投资中，采用该理论来满足其审慎投资义务时，现代投资组合理论的发展被推动。

受托观念是从信托而来的，并应用于公司来填补司法机构观察到的州公司法中的差距。伯利和米恩斯所认同的所有权与控制权的分离创造了对保护股东免受管理层自我利益干扰的需求。“法院和立法机关通过将管理层、董事和控股股东视为‘信托人’，他们对公司具有某些法律上可执行的责任来满足这一需求。”[②]“公司是一个人类的企业，受制于人的失败，法律的目标是在必要时防止、纠正这些失败。这些审判机制中的大部分归属于受托责任的总体框架下。”[③]

---

① *Harvard College v. Amory*, 26 Mass. (9 Pick) 454 (1830).

② Kenneth E. Scott, "Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project," p. 927.

③ Lawrence E. Mitchell, "The Death of Fiduciary Duty in Close Corporations," p. 1675.

商业判断规则

受托责任在公司中的应用始于18世纪的英国。哈德维克爵士（Lord Hardwicke）于1742年总结说，公司董事会成员在信托关系下受雇于股东。19世纪末，这个理念在美国的一些司法判决中得到承认，但在第一次世界大战后才获得很多认可。对公司董事和管理人员的受托标准随后变得流行起来。然而，信托监督与公司管理之间存在一些根深蒂固的差异。信托受托人只允许"审慎"投资，不得冒风险，现代投资组合理论只是受托人将降低风险作为其目标的一个例子。公司的商业冒险则相反：风险越大，奖励就越大。

为得到以利润形式存在的奖励，公司管理人员会去冒险。如果不是这样，制药公司就不会投资数十亿美元无节制地寻找新药；通过互联网改变经济的初创公司，永远不会冒这些风险；电脑芯片制造商不会试图改善产品来规避失败等。如果不是公司管理人员愿意承担风险，有时甚至是不计后果的风险，社会就不会进步。将公司视为严格的信托将会阻止风险承担，因为违反信托责任会导致管理人员的个人责任，使其在大型公司承担数十亿美元的个人责任。

信托和公司之间的另一个区别是，受托人不得以牺牲信托为代价获得利益，只能提供服务享受适度的补偿。相比之下，企业管理人员通过业务使其利润最大化并从利润中获得补偿。经济补偿是员工努力工作和积极表现的最主要动力。取消有利可图的补偿激励措施将会减少竞争，导致小心翼翼和懒散，从而损害经济。

法院试图通过"商业判断规则"对信托和公司之间的差异进行论证。这一规则假设法院不会再次猜测管理层的业务判断，即使证明管理层是错误的，且公司遭到毁坏，但是当违反信托责任时，法院就不会遵从管理层的业务判断。经常被引用的商业判断规则是芝加哥瑞格利球场（Wrigley Field）为夜间棒球活动提供照明的案例。少数股东于1967年提起诉讼，指控拥有芝加哥小熊队（Chicago Cubs）的特拉华州公司总裁兼大股东菲利普·瑞格利（Philip Wrigley）拒绝为瑞格利球场提供照明，为此小熊队不能在夜间进行训练。自

1935 年以来，夜间棒球运动一直开展着，20 世纪 60 年代中期，超过一半的职业棒球比赛在夜间进行。小熊队正在亏损，原告投诉说，由于缺乏夜间游戏，收入受到严重打击。据说，瑞格利的个人观点是，棒球是一个白天的运动，他不愿意在夜晚进行比赛来打扰街道交通，此事项涉嫌与股东利益相冲突。

法院驳回了该诉讼，认为根据特拉华州法律，法院的职能不是“解决企业的政策和业务管理问题”。董事会被“选举出来就是讨论这些问题的”。[①] 法院将夜间棒球赛是否有利可图的问题推给了董事会，并裁定董事会可以正确地判断保护邻里是否符合公司的长期利益。后来，芝加哥小熊队的管理层试图在 1982 年向瑞格利球场提供照明灯光，但邻里的反对则导致了立法禁止夜间棒球活动。妥协在 1988 年达成，小熊队可以对场地提供照明，但每季度只能进行十八场比赛。灯光并没有使小熊队获得世界职业棒球赛（World Series）冠军，他们最后一次获胜是在 1908 年。

受托义务

随着 1920 年法官奥利弗·温德尔·霍姆斯（Oliver Wendell Holmes）在贝茨诉德莱赛（Bates v. Dresser）案子的决定中写入了受托责任，对公司受托义务的兴趣在增加。[②] 在这种情况下，法院认为，银行行长忽略了一名员工窃取银行账户的预警，违反了对股东的受托责任。霍姆斯法官说：“一些动物的行为在被业主发现前，必然已经有了至少一次的危险信号”，他承认该员工已经涉及一个独特的计划来进行掠夺，这在之前不可能没有泄露，除非“特别幸运”。然而，警告信号足以使行长注意到有什么不对劲。一个包含有 150 美元的包裹丢失了，一些账户出现了短款，但怪错了人。参与欺诈员工的生活水平远远超出其能力；他每周只赚了 12 美元，但一直在“养着一个女人”，并且“负担了一辆汽车”，他可能还一直在炒铜。银行的审查员没有发现这些欺诈行为，行长个人的账户也被窃取了，但即使他是欺诈的受害者，他也要对

① *Shlensky v. Wrigley*, 237 N. E. 2d 776 (Ill. App. 1968).

② *Bates v. Dresser*, 251 U. S. 524 (1920).

这种欺诈行为负责。而外部董事因为没有收到这样的警告而被免除责任。

另一名令人尊敬的法学家勒尼德·汉德（Learned Hand），在1924年裁定，如果董事很少关注公司事务，也违反了受托责任。汉德法官审查了董事会成员的角色：

> 虽然董事们统称为公司的管理人员，但他们不能对公司的实际事务进行单独干预。这样做会扰乱管理人员的权威并摧毁他们的个人责任，如果没有这种个人责任那就没有了纪律。对他们来说，必须留下主动权和业务的直接方向；董事只可以在提供咨询和进行建议时单独行事。然而，他们自己也有义务接受关于一些细节的通知，而在我的裁定中被告正是没有充分履行这个责任。[1]

在这个案例中，董事是一个单纯的“傀儡”。在从法拉盛到纽约的通勤和其他各种场合中，他都与公司的经理梅纳德（Maynard）保持一致，但是只有一般的信息表明这个业务看起来前景很好，实际上它是失败的。董事在企业中投入了大量资金，但在公司管理上完全依靠梅纳德。汉德法官认为应该要求董事做得更多，但可以不进行任何损害赔偿。即使董事被告知导致公司失败的是公司的人才问题，但也不确定他能解决那些“慢慢流血死亡”的问题。这也并不完全是对受托义务的一个巨大的胜利，因为未来的法庭对违反信托责任的损害会更加谨慎地寻求损害赔偿责任。

特拉华州的勤勉义务

勤勉义务成为法庭可以对董事会作出公司决定的过程判断的一种方式，抛开法庭认为过于仓促或没有足够信息内容的决定。这种关于二次猜测的最极端例子是1985年特拉华州最高法院对史密斯诉范戈科姆（Smith v. Van Gorkom）案作出的决定[2]，上述案例如此的极端，以致司法反应是允许公司

---

① *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614, 615 (S. D. N. Y. 1924).

② *Smith v. Van Gorkom*, 488 A. 2d 858 (Del. 1985).

消除受托责任的勤勉义务。非常令人生厌的是，特拉华州最高法院裁定，全联公司（Trans Union Corporation）的董事会在接到通知很短的时间内，没有经过充分考虑就批准兼并业务，违反了信托义务。全联公司正面临着一个特别的问题，该问题正在推动董事会寻求兼并。该公司有投资税收抵免，但在到期前无法使用，这意味着有价值的资产正在消散。全联公司的首席执行官兼董事长杰罗姆·范·戈科姆（Jerome Van Gorkom）无法说服国会将这些抵免额退还给他们。然后，他以每股55美元的价格将该公司出售给富裕的公司收购专家杰伊·普利兹克（Jay A. Pritzker）。董事会在知晓后的短时间内开会，并在20分钟的会议上通过了交易。他们没有考虑任何相关资料文件，没有投资银行家的介绍，甚至没有阅读兼并协议。

特拉华州最高法院认为，这种仓促的审批违反了董事会的信托勤勉义务。法院拒绝相信董事会一直在讨论的税收问题，不认为这个溢价很大的兼并是税收抵免的天堂解决方案。法院的裁决令人吃惊，因为全联公司董事会的成员包括了几位外部董事，他们都是商界的杰出成员，加起来共有超过一个世纪的商业经验，而特拉华州最高法院在此方面却经验匮乏。法院承认，“全联公司五名‘外部’董事具有法律和会计背景，在公司中的就业年限累计达到116年，在董事会中的供职年限总共达到68年。全联公司五名‘外部’董事中包括四名大公司的首席执行官和一名经济学家，他曾任芝加哥大学（the University of Chicago）商学院的研究生院院长和罗切斯特大学（University of Rochester）校长”。“‘外部’董事在大型企业担任首席执行官的年限总计达到了78年，在全联公司中共有总计50年的董事任职经验。[①]”然而，法院认为，这些经验丰富的董事在决策中没有显示出任何价值，因为作出的决定十分仓促。

法院认为，范·戈科姆是恶魔，而董事无疑认为他在这笔交易中是英雄。如果认真的人沉迷于这种行为，那么全联公司的董事当范·戈科姆在董事会会议上透露交易情况时，就可能击掌相庆。毕竟，公司股票在公开市场上交

① Derek Leebaert, *The Fifty - Year Wound*, p. 642.

易的价格低于40美元，该公司已经用尽了一切办法解决税收抵免问题，而对普利兹克的销售是一项现金交易，这将给股东带来至少每股15美元的溢价，高于市场高点超过1/3。然而，董事会成员发现自己面临着违反受托责任的个人责任和指控。法院认为，如果董事会关心得更多，出售价格还能更高，但搜索并邀约包括所罗门兄弟在内的150多家公司后并没有发现另一名意向购买者。那个表现积极的投资银行公司得到了全联公司的大力激励以使搜索成功，但仍然没有一个买家出现，法院试图暗示范·戈科姆在劝阻意向性买家介入来规避这一事实。

特拉华州法院认为，董事会由于没有与投资银行家协商，没有阅读长长的合并协议，而存在错误。法院希望董事会的决议像法院一样，有简报，有论据，有延期审议，是非常正式的、仪式化的、耗费时间的决策程序。这种需求忽视了商业世界的现实。业务决策通常必须快速完成，否则机会就会消失。在全联公司的案例中，行业销售在这之后出现了下滑。由于董事会采取果断行动，股东获得了股票的较大溢价，而非亏损。无论如何，法院为股东要求最高价格是非常危险的商业方式。任何寻求只在市场顶端进行投资的投资者都会死的很惨，因为没有人能够预测这一事件。罗斯柴尔德在金融交易中名声显著，他们认为“只有傻瓜才能获得最高的回报”[①]。特拉华州法院也无望地脱离了现实，它指责董事不阅读合并协议。协议没有什么可读的。因为这完全是一个现金交易。全联公司高薪雇用了专业娴熟的律师准备好了材料，并确保在该协议中获得价格。董事们没有兴趣阅读长长的协议，以达成这一简单的结果。

据报道，全联公司后来以2 350万美元解决了这一诉讼，这些开支部分由董事的责任保险部分支付，部分由普利兹克支付。由于范·戈科姆的决定，董事和高级职员的责任保险费用在一年内上涨了360%，这在许多公司中几乎不可获取。对范·戈科姆的决定出现了广泛的批评，在一个例子中甚至被描述为“荒唐”。特拉华州和其他三十多个州颁布了立法，允许公司免除董事违

① *Brehm v. Eisner*, 746 A. 2d 244 (Del. 2000).

反信托勤勉义务的责任。随后一项调查发现，特拉华州90%的公司股东通过了免除违反信托勤勉义务的责任，以此来作出回应。这些提案得到了大多数股东的批准，证明管理中对这一建议的肯定和兴趣缺乏。至于杰罗姆·范·戈科姆，他继续担任了芝加哥歌剧协会（Chicago Lyric Opera Society）主席，成为州务院副秘书长，担任了天主教救济组织的副主任，并担任志愿者亲自向有需要的人分发食物。他把芝加哥学校系统从一场严重的危机中拯救出来，担任了芝加哥房屋委员会（Chicago Housing Authority）的负责人（虽然相比之下不太成功）。范·戈科姆被任命进入两个联邦咨询委员会，以此负责改革国家社会保障制度。

在范戈·科姆案（Van Gorkom）并未消除董事违反忠诚义务、恶意行为或主观故意不当行事的责任后，特拉华州法律允许公司章程中删除受托责任义务。特拉华州最高法院并无悔意，它们继续用这些规定抵消对审慎义务的豁免。法院认为，尽管有类似豁免，但当董事会部分成员缺乏审慎时，他们将审查交易的“整体公平性”。这完全令人困惑，并且也破坏了关于豁免的立法规定。

特拉华州最高法院在迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner）聘请迈克尔·奥维茨（Michael Ovitz）担任华特迪士尼公司（Walt Disney Company）总裁的案例中，对受托责任的扩大应用似乎又后退了一点。艾斯纳是华特迪士尼董事长兼首席执行官。奥维茨是他长期的朋友和好莱坞的天才经纪人。艾斯纳向奥维茨提供了五年雇佣合约，每年提供100万美元的工资加上500万股华特迪士尼股票的期权。尽管奥维茨没有上市公司的管理经验，但迪士尼董事会还是批准了这份合同。14个月后，奥维茨在与艾斯纳争吵后终止了合同。奥维茨的雇佣合约使他获得了一项价值1.4亿美元的遣散费。股东向特拉华州法院起诉，声称迪士尼董事会违反了在审批该雇佣合同方面的信托义务。尽管迪士尼在范·戈科姆的决定之后免除了这项责任，但抱怨还是指责其违反了信托责任。

抱怨的股东声称，迪士尼董事会同意奥维茨在离开时带走如此大额的遣散费，但他为公司工作的时间和带来的价值如此之少，这违反了受托责任。

投诉指控艾斯纳在与奥维茨签订合约时是抱着对朋友进行回馈的心理，而不是代表着股东的最大利益。参与审议合同的外部董事也受到了攻击，因为他们被认为是亲近或感激艾斯纳，并采取行动来取悦他，而不是保护股东的权益。原告进一步指控，华特·迪士尼（Walt Disney）缺少了改革派青睐的一些公司治理特征。该公司的外部董事没有多少股票，他们没有定期进行“撤退”，或者与管理层分开会面，他们也没有像其他公司一样给予艾斯纳关于其表现的书面评估。不过，法庭的结论是：

所有良好的公司治理实践都包括遵守成文法和确定信托责任的判例法。但是，违反这些公司信托责任或其他责任及其补救办法与理想的公司治理实践的目标是截然不同的。对董事会成员进行良好企业管治的理想超越了公司法的最低限度要求是非常可取的，这往往倾向于使股东受益，有时可以减少诉讼，通常可以帮助董事避免责任。但它们并不是公司法的要求，也不规定责任标准。[①]

特拉华州最高法院裁定业务判断规则保护了董事。该案例被视为违反信托责任的案件，尽管迪士尼股东放弃了这一权利。法院认定，董事会在批准奥维茨雇佣协议时因为依赖赔偿专家而受到保护。法院认为：“在决策过程中的勤勉义务仅仅是过程的勤勉。非理性是商业判断规则的外部限制。非理性在功能上可能等同于废物测试，或者可能倾向于表明该决定不是善意的，这是企业判断规则的关键组成部分。”[②]因此，由艾斯纳亲信组成的迪士尼董事会被允许批准一项赔偿协议，但没有意识到如果艾斯纳不喜欢奥维茨，他将带着1.4亿美元的补偿金离开，对艾斯纳而言这并不罕见。相比之下，全联公司的知名董事会成员对股东获得高于市场1/3的溢价负责，使他们从后续的市场低迷中节省了数百万美元。这些结果似乎并不一致，甚至不理性。

在迪士尼的战斗还没有结束。在退回重审时，原告修改了他们的申诉，

① *Brehm v. Eisner*, 746 A. 2d 244 (Del. 2000).

② *In re Walt Disney Company Derivative Litigation*, 825 A. 2d 275 (Del. Ch. 2003).

进一步指向违反了信托责任，并且允许一名衡平法院法官审判该诉讼，理由是董事“有意识和故意”地忽视了他们的责任，法官认为这样做会将它们置于章程规定的免除勤勉义务的保护之外。[①] 这个准则似乎意味着除非董事会满足了对勤勉义务的免除，否则董事会将负有责任。无论如何，奥维茨因在迪士尼的任性管理下而被锤炼。他声称，他对艾斯纳的每一步行动都感到沮丧和挫败。审讯持续了37天，产生了近万页的证词。特拉华州的一位法官在一份175页的意见中裁定，迪士尼董事会的行动不符合理想的企业惯例，但并未达到违反信托责任的程度。这个意见是在2005年8月提出的，距离安然公司丑闻已经过去了很久。但是，在极少数的司法限制情况下，法官得出结论，受托责任的标准不应该因事件和其他丑闻而改变。他还指出，高标准的勤勉尽责可能导致企业管理者避免风险，这可能会削弱现代企业并伤害整个社会。

奥维茨合同还不是迪士尼最大的灾难。另外一名执行长杰夫·卡岑贝格（Jeffrey Katzenberg）在奥维茨进入公司前被艾斯纳强迫离开。奥维茨在被雇用后，以9 000万美元的价格谈判解决了卡岑贝格的遣散费问题，但艾斯纳拒绝进行支付。在随后卡岑贝格的诉讼中，迪士尼的表现并没有很出色。艾斯纳拒绝了几项解决方案的提案，这些方案将会解决这一诉讼，其成本远低于迪士尼最后不得不向卡岑伯格支付的2.85亿美元。

受托责任中的忠实义务

受托责任中的忠实义务因为纽约上诉法院本杰明·卡多佐（Benjamin Cardozo）法官在20世纪20年代将其写入裁定而变得瞩目。卡多佐将继承奥利弗·温德尔·霍姆斯（Oliver Wendell Holmes）在最高法院的职位，霍姆斯是受托勤勉责任的推动者。1928年，虽然卡多佐法官还在纽约，但他就在迈因哈德诉三文鱼（Meinhard v. Salmon）的案例中裁定合伙人因为没有分享新的商机而违反了忠于伙伴的义务。[②]卡多佐认为，这是一个属于合伙关系而不是个人伙伴的机会，尽管新的业务将在合伙关系终止后开始。用被引用的最

---

① *Meinhard v. Salmon*, 249 N. Y. 458, 164 N. E. 545, 546 (N. Y. Ct. App. 1928).

② *Globe Woolen Co. v. Utica Gas & Electric Co.*, 121 N. E. 378 (N. Y. 1918).

多的话来说，卡多佐指出，需要受托勤勉责任的地方，普通的“市场道德”是不够的。“不单单是诚实，而是最敏感的荣誉细节，是接下来行为的标准”。卡多佐对市场道德的极度敏感反映在这样一个事实上，即他自己的父亲因为不当行为而被从纽约法官职务上解职，不当行为与他向强盗大亨杰伊·古尔德（Jay Gould）和吉姆·菲斯克（Jim Fisk）提供的司法援助有关。这项援助使他们得以避免1869年黄金角的灾难性影响。

年轻的卡多佐在另一个意见中认为，外部董事违反了对他担任董事公司的诚实义务，因为与他控制的另一家公司签订了单方合同。[①] 在这种情况下，约翰·梅纳德（John F. Maynard）既是环球羊毛（Globe Woolen）公司的总裁，也是尤迪卡电气（Utica Gas & Electric）公司执行委员会的董事兼董事长。尤迪卡的一名工程师试图说服梅纳德对环球羊毛的业务进行电气化，但梅纳德拒绝了，除非他能保证在现有费用的基础上还有所节省。尤迪卡的工程师向梅纳德保证将会有所节省，并且在尤迪卡执行委员会会议上批准了本合同。梅纳德出席了会议，但没有参与投票。环球羊毛在转换为电力上花了21 000美元，但由于工程师错误计算，该合同很快就失败了。梅纳德还增加了地球羊毛的染色作业，此业务消耗的电力是替代工艺的两倍（“粗纺”）。看来，如果要执行此合同，尤迪卡将损失30万美元。

卡多佐将梅纳德比作尤迪卡董事的受托人，指出受托人“无法摆脱自己的警告和谴责义务，一旦目光短浅或压迫沉重，或显露在表面上，或潜伏在表面下，但都能被训练有素的眼睛看见”。卡多佐声称，梅纳德通过参加尤迪卡的执行委员会会议，隐含地向其他委员会成员保证，这是一个公正合理的合同。“对他的信任消除了怀疑”，合同被尤迪卡认为是可撤销的。

卡多佐对他担任董事的公司签订合同的能力没有最后发言权。那个问题随后成为州法律法规规定的对象。1931年，加利福尼亚修改其法律允许这种交易，前提是交易对公司是公平的或被多数无利害关系的董事或股东批准。其他州跟随了这种做法，并在“示范商业法”中采用，但仅仅是立法不能阻

---

① *Remillard Brick Co. v. Remillard - Dandi Co.*, 241 P. 2d 66 (Cal. 1952).

止受托责任的扩大。加利福尼亚州法院裁定，遵守该法规的投票规定是不够的；该交易对公司本来是公平的，即使是有利的投票。[①] 特拉华州法院就其章程作出了类似的裁决，指出该法令“仅仅在其条款得到满足时，移除‘有利益相关的董事’，并因为一个董事或官员的参与认为协议无效。在法令中没有制裁中不公平……或将交易从司法审查中删除的情况。”[②]

PGA 高尔夫巡回赛发现这样一个规则甚至没有删除特拉华州法院提到的“阴影”。这次巡回赛已经通过了一项禁止选手使用所谓的方形或 U 形槽面的规则，这将有利于 V 形槽。巡回赛相信，U 形槽俱乐部旋转球过度，允许过多的控制失控，并剥夺了在球道上着陆的优势。董事会里的选手由于赞助了不同的制造商而感受到了利益冲突，他们从决定规则的投票中回撤出来，因为其中一些制造商没有制造或促销 U 形槽。相反，外部董事会批准了这个规则。但是，在器材规则通过之前需要玩家代表的多数票。这个问题被法庭质疑后，董事会整体批准了对其章程的修改，允许再次提出的无利益相关董事会成员批准设备规则。这个过程符合加利福尼亚州和特拉华州有关利益的董事法规。然而，这一行动受到质疑，加利福尼亚联邦上诉法院裁定，遵守州有关董事交易的法规并不意味着不履行受托责任。法院认为，该决策过程中出现了一层阴影，因为董事会成员知道该条例的变更将导致同样的决议，该决议在以前未得到批准。[③]

忠实义务的另一个方面是管理人员或董事篡夺公司机会。1939 年，特拉华州法院在格斯诉洛夫特（*Guth v. Loft*）[④] 的案件中使这个概念变得有名。1931 年，百事可乐在糖期货投机遭受巨大损失之后破产；它关于第一次世界大战对糖价影响的猜测是错误的。洛夫特公司（Loft Inc.）为其商店大量采购了可口可乐糖浆，但洛夫特的总裁查尔斯·古特（Charles Guth）对可口可乐不满意，因为其不能给予折扣。格斯开始与百事可乐谈判，希望能够少量购

---

① *Fliegler v. Lawrence*, 361 A. 2d 218 (Del. 1976).

② *Gilder v. PGA Tour, Inc.*, 936 F. 2d 417 (9th Cir. 1991). The author was counsel to the PGA Tour in this action.

③ *Guth v. Loft*, 5 A. 2d 503 (Del. 1939).

④ *Guth v. Loft*, 5 A. 2d 503 (Del. 1939).

买其商标和配方。格斯在未经董事会许可的情况下使用洛夫特的资金为他拥有的公司进行收购。然后，格斯使用洛夫特的设施和员工制造、宣传百事可乐，并使用洛夫特的商店进行分销。百事可乐变得非常流行，并价值连城（在诉讼当天，价值数百万），洛夫特起诉格斯，声称他通过篡夺企业机会违反了忠诚义务。没有任何异议，特拉华州最高法院同意：

公司管理人员和董事不允许利用其信任和信心来扩大其私人利益。虽然就技术而言不是受托人，但他们与公司及其股东保持着信托关系。多年来存在的公共政策及源于对人特质和动机的深刻了解，已经建立了一个规则，要求公司高级官员或董事决断和无情地严格履行职责，不仅肯定地保护公司的承诺利益，也不要做任何对公司造成伤害的事情，或剥夺其技能和能力可能给它带来的利润或好处，或使其能够合理而合法地行使其权力。这项规则要求对公司实行无差别和无私的忠诚，规则要求义务和自身利益之间不存在冲突。对公司要求专一、无私的原则，要求义务与自利之间不存在冲突。[1]

法院继续确定受托责任概念的危害："诚实、善意、忠诚的场合多种多样，不能制定硬规则。忠诚度的标准是没有固定的衡量标准的。"

查尔斯·格斯（Charles Guth）提出了一些公司机会案例中常见的抵御措施。他不太成功地声称，百事可乐的机会不在洛夫特的业务范围之内，机会的到来是因为他的个人能力，而不是因为他是洛夫特的高级管理人员或董事。当这种要求被提出时，法院可以考虑公司是否有"预期"的机会，公平地说，交易是否属于公司，以及机会是否向公司披露。仅仅是因为公司买不起的不能负担该机会可能不是一个防御措施，因为公司可能为机会而借钱。

管理人员报酬

使用受托责任来遏制过高行政薪酬的努力已经付出了很多。在罗杰斯诉希尔（Rogers v. Hill）案件中，最高法院认为，美国烟草公司高管的激励计划

---

① *Rogers v. Hill*, 289 U. S. 582 (1933).

是对公司资产的浪费。[1] 1912 年，该补偿计划载入了股东一致批准的章程。该计划由杜克大学的捐赠人詹姆斯·杜克（James Duke）设计，他在提出薪酬计划时控制了公司并准备退休。当公司获得的利润超过当前时，杜克向公司的高管们提供超出部分的 10%，这样高管们就有动力增加利润。他认为这对像自己一样的股东是公平的，因为他们将获得利润增长的 90%。

20 世纪 20 年代，烟草销售迅速扩张，美国烟草公司（American Tobacco Company）的高管们正收到大量的薪酬。1929 年，总裁乔治·希尔（George W. Hill）获得了 59.2 万美元的总报酬，1930 年金额则达到了 100 多万美元。当时，经济学家们主张对行政薪酬设定上限，人们普遍认为“没有一个人的工作一年可以价值 100 万美元”。[2] 纽约联邦巡回上诉法院在 2－1 裁定中维持了赔偿安排，但后来发现，其中一名投票支持薪酬发放的法官马丁·曼顿（Martin T. Manton）被给予了“贷款”，即由美国烟草公司律师安排的 25 万美元。那笔贷款从未偿还。该法官被判定接受贿赂，律师被取消从业资格。最高法院审理了这个案件，认为虽然薪酬比例并不过高，但公司业务巨大扩张所产生的绝对数额在某种程度上是不合理的。法院指示审判庭决定支付在多大程度上才算过多，但股东则批准了该支付。

在接下来的几年中，美国烟草公司的薪酬计划在支付时遭到了挑战，报酬支付金额依然很大。例如，希尔的儿子在工作三年之后，32 岁时就获得了 23 万美元的薪酬。但股东在 1940 年批准了这笔款项，纽约州法院法官在审查了所提供服务的价值和公司业务扩张等情况后，拒绝认为薪酬过高。虽然法院接着认为行政薪酬存在一定的外部限制，但这一决定几乎终止了受托责任概念下对过高行政薪酬的挑战，为安然公司和其他高管提供令人难以置信的薪酬方案铺平了道路。

封闭型公司

在封闭型公司的背景下，受托责任被发现有了最广泛的应用，这些公司

---

① *Heller v. Boylan*, 29 N. Y. S. 2d 653, *affirmed*, 32 N. Y. S. 2d 131 (1941).

② *Donahue v. Rodd Electrotype Company of New England, Inc.*, 328 N. E. 2d 505 (Mass. 1975).

是没有市场份额的小公司，他们经常被受雇于公司的少数股东所有。封闭型公司经常是家族企业，这只会加剧这些企业中经常发生的控制权之争。在一家公营企业中，不同意管理层意见或认为被压迫的股东可以出售股票。一个封闭型公司却没有这样的机会。

少数股东在一家封闭型公司中易受到多数人的怀疑，并经常被剥夺接触公司财务资金的机会。这种问题发生的方式很多，但最常见的情况是大多数股东将大部分或全部公司的利润用于支付工资，几乎没有给少数股东投资回报的股息留任何余地。少数股东在多数股东的亲属就业时可能会被剥夺工作。法院力图通过广泛适用的受托责任来弥补近年来小公司中小股东的困境。事实上，对公司的受托责任现在有两类：一类是针对上市公司的股东，另一类是针对封闭型公司。这两套法律由司法机构制定。

在一起案件中，马萨诸塞州的法院认定，一个封闭型公司的大股东哈罗·罗德（Harry Rodd）在其让公司回购他持有的一部分股票作为退休和遗产计划时，被发现违反了信托责任。这对于没有给予类似机会将其股票卖回的少数股东约翰·多纳休（John Donahue）是不公平的。罗德一直是公司扩张的推动力，他最初向公司投资了1万美元，用自己的房屋抵押来为公司借钱用于扩张。多纳休是该公司的一名非管理型员工，他在罗德的催促下投资了1 000美元的公司股票后才被晋升。多纳休也因购买罗德的股票而受益，因为该交易增加了多纳休所有者权益的比例，从而减少了罗德在该过程中的所有权。然而，法院认为，通过购买他的股票而接触到公司财务资金的机会，既然给了罗德，也应同样给予多纳休。[①]

当一些州的法院裁定，如果一个小股东的“合理期望”被打败，大股东的任何行为都是违反信托义务的时候，在封闭型公司中对少数股东的保护达到了顶峰。在北卡罗来纳州的梅斯尔曼诉梅斯尔曼（*Meiselman v. Meiselman*）[②] 案件中，父亲将一组剧院发展成了非常有价值的业务。他在去世后把公司的股份留给了他的两个儿子，但是小儿子艾拉的份额比他的大儿子迈

---

① *Meiselman v. Meiselman*, 307 S. E. 2d 551 (N. C. 1983).

② *Galler v. Galler*, 203 N. E. 2d 577 (Ill. 1964).

克尔要多一点。家族对迈克尔约会对象的担忧使迈克尔降级成了下属角色，因为他把“非犹太女人”带入了家庭。艾拉没有邀请迈克尔参加一场传统上应该邀请家族中所有男性的足球比赛，所以摩擦进一步的发展。迈克尔的股票最初被放置在一个受父亲控制的信托中，直到他与一名犹太女人结婚。尽管有这些问题，迈克尔仍受雇于家族企业，直到他对艾拉进行诉讼，指控其篡夺了有关售票的公司机会。艾拉之后开除了迈克尔，拿走了他的公司信用卡。迈克尔再次起诉来抗议他的解职。

北卡罗来纳州最高法院认定，封闭型公司的多数股东拥有特殊的信托义务，禁止他们从事违反少数股东“合理期望”的活动。在这种情况下，法院认定，迈克尔可能有合理的期望继续就业，获得公司信用卡和其他附带福利，甚至参与管理决策。法院驳回了艾拉的说法，即迈克尔应该只有普通股东的权利，即以他的少数股份进行投票表决。不过，另有一位法官指出，迈克尔几乎没有什么期望，因为这些股票是他父亲的礼物。迈克尔没有用自己的资金买股票，他的父亲显然希望艾拉控制公司。

伊利诺伊州的加勒家族公司（Galler Family Corporation）是两兄弟各占一半股权创立的。一位兄弟的疾病导致了签订股东协议，协议规定每位兄弟的家属将得到同等的控制权，并通过要求的股息和付款平等获得企业利润。当其中一位兄弟本杰明（Benjamin）去世时，另一位兄弟伊萨多尔（Isadore）及其家属拒绝履行协议，切断了向本杰明遗孀支付的款项，并拒绝支付股东协议规定的股息数额。伊利诺伊州法院命令执行该协议，并要求伊萨多尔家庭在案件悬而未决之前将其从公司收到的所有款项全部记账。然而，伊萨多尔的家人拒绝支付属于本杰明遗孀的款项，除非她同意放弃对记账提出要求。[①] 法院再次介入，要求伊萨多尔家庭偿还30万美元，但是这场纷争花了20年才解决。

加勒公司的案件是这类股东协定的一个代表，它们旨在分配对封闭型公司的控制权，但之后却遭到这一方或那一方对协定的挑战。特拉华州法院对

---

① *Ringling Bros. – Barnum & Bailey Combined Shows, Inc. v. Ringling*, 53 A. 2d 441 (Del. 1947).

这些协议的可执行性作出了一些令人困惑的决定。在一起案件中，法院审议了林格马戏团两名成员伊迪斯·林格（Edith Ringling）和伊迪斯兄弟的前妻奥布里·黑利（Aubrey Haley）之间的协定。协定就他们的代理人如何投票进行了规定，以确保马戏团远离约翰·林格·诺斯（John Ringling North）的控制，因为她们担心其会对公司管理不善。该协定规定，如果两名妇女不能就投票选举董事的人选达成共识，仲裁员将根据她们的股份进行代理投票。协定执行了三年，但在1946年，伊迪丝·林格和奥贝里·哈利出现了争吵。哈利之后拒绝按照仲裁员的指示投票。

特拉华州最高法院认为，他们的投票协议是有效的，但并不是非执行不可，因为协议不是“与利益相伴”，这涉及代理法的深奥法律原则[①]。这意味着法院将不会要求按约定投票表决这些股份，但可以根据协议的要求对未能按约定表决的人进行赔偿。然而，就林格公司的投票协议而言，损失不仅仅是失去控制权，更是协议无效。结果是让约翰·林格·诺斯（John Ringling North）从另外两个林格家庭的成员中获得了对该公司的控制权。他在1956年使公司破产。

林格案中的法院裁定该协议是有效的，即使它不符合特拉华州的信托投票表决法规；这些信托安排是具体可执行的。随后，美国独立石油公司（AIOC）拥有多数股权的一系列石油公司，一家在中东勘探石油的特拉华州公司，签署了一项投票协议，力图使该公司远离其他参与的石油公司。律师将协议构架为投票表决信托，以使其可执行，并避免林格裁定中的具体执行问题。同时，律师依靠林格判例认为股东协议不需要遵守投票表决信托的法规，要求将股票转让给受托人时需在公司账簿上登记，并对信托期限设定限制。特拉华州法院承认，“如果从字面意思上读”，林格案件的裁定支持了起草协议律师的意见。然而，法院认为，该协议无效，不符合特拉华州表决权信托法规，因为它的所有必要的条款都是表决权信托。[②] 然而，在后来的特拉华州另一件案子中，认为以投票表决信托形式存在的股东协议并非无效。法院对AIOC案件的情况进行了区分，理由是在这件案子中，其他股东知晓协

---

① *Abercrombie V. Davies*, 130 A. 2d 338 (Del. 1957).

② *Oceanic Exploration Co. v. Grynberg*, 428 A. 2d 1 (Del. 1981).

议，而 AIOC 协议却并非如此。[①]

在绝望中，另一班律师采取了不同的做法，这为位于华盛顿特区的大型杂货连锁店巨人食品公司（Giant Food Inc.）带来了更为灾难性的结果。巨人食品公司是一家上市公司，但向公众出售的普通股是不带投票权的。这使得科恩家族（Cohen）和贝尔曼（Lehrman）家族各控制了公司的一半。科恩家族持有该公司的 AC 类股票，贝尔曼家族持有公司 AL 类股票。每类股票可以选举出四名董事会成员中的两名。在争吵后，第三类股票被加入，目的是防止董事会出现僵局。该类股票有权选举一名成员担任董事会成员，以防止发生僵局。该类股票的单一股票价格为 10 美元。它没有权利获得股利，在清算时也无法获得超过股票面值的分配。公司的法律顾问约瑟夫·丹赞斯基（Joseph Danzansky）购买了 AD 类股票份额。

这一安排在 1950 年至 1964 年似乎运作良好，但随后，丹赞斯基投票赞成代替科恩家族成员担任公司总裁的科恩提案，该 AD 类和 AC 类股票投票赞成该议题，AL 类股票反对。丹赞斯基选择了他的继任者，然后他批准了丹赞斯基的任职合同。贝尔曼家族强烈抗议，并试图让特拉华州法院宣布，AD 类股票是一个非法的投票信托。法院拒绝了这个要求，认为特拉华州的法律允许公司按照所需发行多种类别的股票。[②] 这意味着贝尔曼家族在丹赞斯基的叛离中在公司失去了平等地位，这也削弱了整个安排最初的目的。

新商业架构

20 世纪晚期，出现了新形式的公司结构，挑战了封闭式公司对受托责任的传统应用。这一运动首先是对传统的一般合伙关系责任的担忧，在这种关系中，所有成员都需个人为合伙关系的负债承担责任。这种无限责任意味着，如果合伙资产不足以支付债务，合伙人将在其个人资产范围内对该债务承担连带责任。相比之下，公司股东受到公司“面纱”的个人责任保护。

为了避免合伙关系中的个人责任，大多数商业业务成为公司制的形式，但

---

① *Lehrman v. Cohen*, 222 A. 2d 800 (Del. 1966).

② *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A. 2d 717 (Del. 1971).

传统的公司治理结构往往对小业务来说太不方便。为了应对这一担心，一种新形式的有限责任企业被创建，即“有限责任公司”（LLC），似乎是模仿德国有限责任公司的实体。怀俄明州是第一个颁布这种法规的州，其在1977年允许这些实体的存在，其他州很快就跟随了。这些法规授权下的LLC允许在资本结构和管理上有完全的灵活性，同时也允许有限责任。但也有双重征税的问题。公司就其收益缴税，然后股东在分配利润后又要对股利缴税。国税局（IRS）为了减轻小公司的负担，允许它们选择不在公司层面征税的“S细则”。然而，能获得这种资格的公司有限，多数股东被排除在外。美国国税局随后确认了有限责任公司所有者的有利税收待遇，并对其他公司采取了“检查箱”方式，即使对于“S细则”公司也可以获得拥有更多灵活性的通行待遇。

有限责任公司成员的权益不由受制于公司法管辖的传统股票来代表。相反，他们的所有权在经营协议中明确作出了规定，即是运营和管理LLC。这种创新架构恰好有利于企业家抓住互联网浪潮。有限责任公司受到许多其他小企业主的欢迎，它们希望将其业务视为合伙关系，但仅要求公司所有者承担有限责任。经营协议在如何管理公司事务上可能非常详细，允许在传统董事会之外创设管理结构。少数人的利益可以通过合同来保护，包括要求多数人购买与销售额成正比的少数股权的“标签”规定。

第3节 更多受托责任

控股股东的受托责任

受托责任运用的另一个公司治理领域涉及控股股东活动。特拉华州的一个法院认为，辛克莱石油公司（Sinclair Oil Company）的控股股东不得不表示，他们决定不执行辛克莱和另一控股子公司之间合同的决议，对于少数股东来说，在“本质上”并非不公平。[①] 更加极端的是，加利福尼亚州罗杰·

① *Jones v. H. F. Ahmanson & Company*, 460 P. 2d 464 (Cal. 1969).

托雷诺法官（Justice Roger Traynor）的一项决定，他认为，艾默森公司（H. F. Ahmanson & Company）控股股东通过创建储蓄和贷款协会（S&L）的股票市场而排斥了少数股东，这违反了受托责任。S&L 只发行有少数股票，并且对上市没有兴趣。联合金融公司（The United Financial Corp.）收购了其85%的股份。然后，联合金融公司将自己持有的股票向公众出售，这给公司所有者带来了大笔资金，并为联合公司的股票创造了活跃的交易市场，而非 S&L 的股票。联合金融公司向剩余的少数股东提供了 S&L 的股票报价，但是价格被低估。托雷诺法官认为，将少数股东从联合股票市场中排除，这违反了对 S&L 小股东的受托责任，拒绝了小股东在市场开拓上搭便车，但风险却由联合金融公司承担的这种说法。①

涉及控股股东的另一个公司治理问题是购买控股股票时通常会在市价基础上支付溢价。支付溢价是因为控制可以带来管理的所有必要条件，包括改变业务计划、大额补偿方案，当然还有享受公司喷气机和曼哈顿公寓等。阿道夫·贝勒（Adolf Berle）在 1932 年提出这样的溢价是企业资产。法院没有全面采用这一理论，但有时候要求放弃这种溢价。在伯利的企业资产理论中的一个例子涉及在朝鲜危机造成的钢材短缺期间出售新港钢铁公司（Newport Steel Corp.）的控股权。钢铁价格冻结了，但是为了获得调配新港钢铁生产的权利而不得不支付溢价。联邦上诉法院认为这是不允许出售的公司资产。② 在这种情况下，卖方被要求放弃控制权溢价。他曾经阻止了一项能够使所有股东获益的合并。

新港钢铁案例案的事实非常特别，伯利理论没有被广泛地应用，但它偶尔会抬头。控制权溢价不当的另一个形式是卖方知道买方会掠夺该公司的控制权。对公司总部支付控制权溢价也是不当的。当出售超过 50% 的股票时，法院允许双方同意现有董事辞职并被买方候选人所更换，因为刚换人选已在预期之中。由于可能出售公司总部，法院对于少于 50% 的股票支付溢价存在担心。然而，正如阿道夫·贝勒指出的那样，控制大部分上市公司所需股份

① *Perlman V. Feldmann*, 219 F. 2d 173 (2d cir.), *Cert. denied*, 349 U. S. 952 (1955).

② *Caplan v. Lionel Corp.*, 246 N. Y. S. 2d 913 (1964), affirmed, 198 N. E. 2d 908 (1964).

可以不到50%，因为在所有情况下，大多数股东会将票投给管理层候选人。

什么时候这个职位变得如此微不足道以致于它不能自圆其说控制权是合理的并成为非法出售办公室。参议员 约瑟夫·麦卡锡（Joseph McCarthy）臭名昭著的助理和有争议的律师罗伊·科恩（Roy Cohen）似乎已经达到了极限。科恩仅占莱昂内尔公司股票的3%，但控制了十大职位中的七个。科恩根据协议出售他的股票，该协议同意让原有董事辞职并将其替换为买方候选人。法院撤销了对这些办公室的销售。①

衍生诉讼

关于公司治理争辩的另一个问题是代表公司的股东提出的衍生诉讼。在普通法上没有这种行动权，但1828年在英国法院，林德赫斯特大法官（Lord Chancellor Lyndhurst）才承认了这一权利。这项诉讼权不久以后来到了美国。正如美国最高法院所说：

> 普通法被拒绝……允许股东呼吁公司经理人在法律上采取行动。显示出的这种滥用的可能性并没有被公司高管和董事们忽视。19世纪初，股权救济在这个国家和英国都提出了。没有详细说明这些发展，但它足以说，在这个国家的救济，首先由该法院道奇诉伍尔西，18.331（1856），不仅针对不信任的管理人员和董事提供救济，还针对损害或威胁公司财产的第三方提供了补救，但公司拒绝通过其经理人追究责任。在股权中的救济措施被认为是衍生诉讼，在这个国家来看是为了强化对公司董事、管理人员和第三方执行力的诉讼。就如在案件中详细说明的，诉讼的一个先决条件是公司可以通过起诉进行有效索赔；另一个条件是公司本身在适当的需求后拒绝进行，除非有特殊情况拒绝②。

衍生诉讼现已在州和联邦法院得到承认。诉讼程序受到了律师的欢迎，

---

① *Ross v. Bernhard*, 396 U.S. 531 (1970).

② *Grobow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988).

因为可以得到律师费，而且公司经常被强制进行结算，以避免在事实发现者面前有可能产生反商业化的诉讼。然而，正如最高法院所说，股东也有一些障碍要克服。这一行动一般都会影响公司，而不仅仅是涉及个人股东地位的诉讼。一般情况下，在股东可以衍生诉讼前会首先要求董事会提起诉讼。

需要进行请求提出了受托责任问题。一旦提出请求，董事会可能因为无数的理由决定不提起诉讼。例如，诉讼的费用可能远远大于任何潜在的收益。在这种情况下，商业判断规则将适用，使得股东不能提起诉讼，除非违反了受托责任。但是，在违反受托责任的情况下，提起诉讼之前不需要对公司进行请求。原因是因为请求是徒劳的。这种情况被原告律师所欢迎。董事会为尽量避免此种情况，会聘任由外部董事组成的董事会特别委员会，该委员会不受要求冲突影响或不会违反管理层的受托责任，这种安排使得公司在商业判断规则的庇护下有回溯的余地。

通用汽车公司（GM）在同意回购1992年总统大选失败的第三方候选人罗斯·佩罗（H. Ross Perot）持有股票后完成了这项任务。佩罗在将他的电子数据系统公司（EDS）出售给GM时获得了GM的股份。佩罗是GM的董事会成员，很快就成为管理层眼中的刺头，他的批评言论如“你永远不会发掘出人的全部潜力，除非你摧毁GM的旧系统”。佩罗想要被收购，管理层很乐意为他涵盖EDS业务的GM跟踪股票支付“巨额溢价”，但是作为收购的一部分，佩罗不得不同意停止对GM管理层进行批评。溢价的支付正值GM经济困难时期，衍生诉讼声称，支付给佩罗的溢价是为了强化管理而设计的“嘘声邮件”（hush mail），造成了利益冲突，并违反了受托责任。

特拉华州最高法院认为，由于独立董事委员会建议由大多数外部董事组成全体董事会，所以对佩罗支付溢价的决定受到业务判断规则的保护。法院指出，拥有多数外部董事的董事会事实上“成为监管者。因此看来，董事会在解决管理层内部严重的分歧和管理最高层的分歧时应该给予商业判断规则的保护，而不是承认涉及自身财务利益，防御或缺乏适当的关

心"，这些都是缺乏的。[1] 其他法院并不总是顺从特别诉讼委员会关于听取股东提起派生诉讼的要求。他们担心特别委员会被用作烟幕来掩护管理层参与不当行为的事实。

利用专门委员会来处理受托责任问题已经扩大到公司决策的其他领域，包括反对管理层可能会陷入困境的敌对收购。这些委员会也被用来通过内部调查来了解企业的不法行为。之后，委员会按照传统提供了一项报告来免除管理层责任并宣传公司如何通过解雇低层级的员工或者采取其他纠正性措施来解决问题。该报告与检察官进行了分享，这成为一个经常成功的手段来说服他们不要对公司或其现有管理层采取行动。在安然时代，盾牌成为一把剑，专门委员会开始雇用前 SEC 的官员和检察官进行这些调查。他们相互争夺最有力的报告，这些报告成为破坏公司、摧毁管理层的基础。

受托责任回归

虽然特拉华州的立法机构设法营造一个友好环境，但特拉华州的司法机构则对大型上市公司的管理者和董事履行受托责任持有敌意态度。特拉华州法院有责任解决公司纠纷，接受受托责任是他们自然的一步。大法官法庭有判决信托相关事宜的传统，作为"公平"法庭，他们试图以公平方式解决争端，而不考虑严格的法律标准。特拉华州法院最初不愿意发现违反受托责任的行为。哥伦比亚法学院教授和前任证券交易委员会主席威廉·卡里（William Cary）在 1974 年指控特拉华州法院"促成了受托责任与公平理念的萎缩，并在特拉华州立法机关中率先淡化股东权利"。[2] 这种情况在 20 世纪 80 年代发生了变化，当时特拉华州法院开始采取更积极的做法，范·戈科姆决议就是一个例子。受托责任原则允许特拉华州法院在收购战中有效地将自身嵌入大型上市公司董事会的决策过程中。这些决定经常是相互矛盾和不太理

---

① Cary, "Federalism and Corporate Law," p. 663.

② Tamar Frankel, "Corporate Directors' Duty of Care; The American Law Institute's Project on Corporate Governance," p. 705.

性的，引发了法律教授和从业人员的“激烈辩论”。[①]

在温伯格诉UOP公司（Weinberger v. UOP, Inc.）案例中，特拉华州的法庭审查了相关情况，信号公司（Signal Companies Inc.）最初购买了UOP（以前称为环球油品公司Universal Oil Products）的50.5%的股份，获得了控制权。[②] 三年后，信号公司以每股21美元的价格向剩余股份发出收购要约，但没有向UOP的董事会披露，两名信号公司的管理人员内部评估后认为该股票是“良好投资”，价格应高达24美元。特拉华州最高法院认定上述行为违反了受托责任，因为信号公司主导了UOP董事会，但没有向不在信号公司管理层之列的董事披露24美元这个数字。法院批评了交易中的决策过于仓促，整个事件的发生只有四天多。信号公司辩称，关注到UOP公司已经从投资银行雷曼兄弟公司那里获得“公平”信，认为20美元或21美元的价格是公平的。法庭对这个意见感到讽刺，因为它是在三天之内匆匆忙忙完成的。负责该项目的雷曼兄弟合伙人在尽职调查期间还在滑雪。该合伙人获得了一封信，其中价格处留空一直到UOP董事会召开。法庭认为，如果UOP任命一位独立董事来洽谈，即使没有披露，信号公司也可能已经履行了职责。但是，当考虑到一些事实时，这似乎是荒谬的。剩余的UOP股票以每股约14.50美元的价格在市场上交易。在一个真正公平的磋商中，信号公司应该提供一个独立的委员会，比如说16美元，而不是21美元，独立委员会不得不承认没有人会为少数股东支付溢价。

20世纪80年代的一个主要话题是使用防护措施，如毒丸计划以抵御敌意收购。这些收购对管理层造成了利益冲突，因为如果收购成功，管理层往往很有可能被替换掉。因此，即使合并符合股东的最佳利益，管理层也有理由反对收购。一些企业理论家认为，管理层应该是被动的，让股东决定是否接受敌意收购。其他人认为管理层应该是积极的，确保股东在收购之前尽可能获得最大价值。在优尼科公司诉梅萨石油公司（Unocal Corp. v.

---

① *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

② *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

Mesa Petroleum Co.,)[①] 案中，特拉华州最高法院认为，管理层不需要被动。法院裁定，优尼科用来抵制敌意收购的防御手段只要不是为了强化管理而违反忠诚义务，这些手段就是被允许的。任何这样的防御手段都要求与收购对公司造成的威胁相比而言是合理的。

在优尼科案中，梅萨以每股54美元的价格收购优尼科6 400万股股票，这个价格要比市场价高得多。优尼科公司回报以反收购，如果梅萨能够购买6 400万股股票，那么优尼科公司将以每股72美元的价格回购其余40%的存量股票。这样做有可能阻止股东接受梅萨54美元的收购价格，因为每个人都希望其他股东先接受低价，以创造出囚徒困境。此外，如果有足够的自愿受害者来触发优尼科的股票交流计划，那么留给梅萨的将是一家拥有巨额债务的公司，并且他将被迫为其余40%的公司股票支付每股72美元的价格。这有效地阻挠了梅萨，同时也使股东对股票收不到任何溢价。法院驳回了为了巩固管理而采取的行动，因为大部分董事都是外部董事，他们在全体董事会批准前分别与顾问进行了会晤。

这个时代由敌意收购造成的动乱导致SEC对上市公司进行收购监管。这些收购往往通过向目标公司的公众股东发送要约的方式进行。敌对收购受到目标公司管理层的严厉反对，这些竞争往往对股东带来混乱和强制收购。特拉华州法院最初处理了受托责任原则下的这些收购，但敌对收购的负面宣传很快引起了国会注意。新泽西州参议员哈里森·威廉姆斯（Harrison Williams）在其被控贿赂和串谋罪前引入了立法来对付公司掠夺者，这些掠夺者威胁那些受人尊重的企业，解雇现有的管理层团队，并关闭那些盈利性不佳的业务从而导致大规模裁员。威廉姆斯认为这是种“产业破坏”，但他的支持者们声称其立法建议在监管收购问题上是中立的。事实上，此举是对敌意收购的一种否定。然而，在实用中效果恰恰相反，监管使得敌意收购被合法化。监管目的因此没有达到，敌意收购已成为金融业公认的组成部分。

在威廉姆斯立法框架下，SEC的规定要求任何要收购上市公司5%股票的

---

① *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del. 1985).

人，都要向 SEC 提交表格并自行说明其意图，例如，获得股票是用来投资还是控制，未来对公司的计划是什么。融资来源也必须披露。这一要求是为了给现任管理者一个提醒，使入侵者无法悄然接管。SEC 的规则进一步要求，要约收购必须在要约首次公布、发送，或送达证券持有人后公开至少二十个营业日。表面上看，这条规则是为了让股东有足够的机会来考虑这些条款。其实际意图是想让现任管理层有机会对其进行防御。SEC 还通过了一项规则，有效地扭转了特拉华州法院对优尼科公司的决定，因为它允许现任管理层进行自我要约发送，对企业入侵者进行排斥。SEC 规则要求以相同条件向所有股东开放报价，如超额认购时报价必须按比例分摊。这一措施中的充分的披露制度和信托义务相互冲突，这非常少见。

回到特拉华

特拉华州的法院很快就被案件所淹没，这种挑战涉及与收购带来威胁相关的各种毒丸计划是否合理挑战涉及无店铺条款，销售公司“皇冠珠宝”及各种其他不同的计划，旨在向股东支付大量款项，增加公司负债，降低其对收购者的吸引力并确保股东不会收到股票溢价。黄金降落伞遣散一揽子计划在收购实践中会对现任管理层进行支付，旨在使公司管理人员变得富有并减少了收购方企业资产。那些阻碍管理层变更的障碍措施，阻止了敌意收购者取代董事会成员。这些条款被称为“死手”“无手”“慢手”“麻木手”。保护管理者的毒丸计划很快被公司治理倡导者所抗议，但特拉华州立法机关以反收购法来回应，这使得管理层更容易避免不必要的收购。

特拉华州最高法院的另一个有争议的裁定是露华浓公司诉麦克安德鲁斯和福布斯控股[①]（Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.）。该案涉及由罗纳德·佩雷尔曼（Ronald Perelman）收购露华浓公司，佩雷尔曼是一名蓄意收购者，他旗下拥有连锁超市骄傲的厨房（Pantry Pride）。佩雷尔曼以 42 美元的价格开始发送要约，但遭到了露华浓的抗拒，该公司采取毒丸计

① *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A. 2d 1140（Del. 1989）.

划并回购了1 000万股自己的股份，向收购股东支付的资金部分来自票据发行（露华浓票据）。为了确保露华浓票据的信誉度，该公司限制了未来将承担的债务金额；只有经公司独立董事批准，才允许追加债务。佩雷尔曼继续斗争，露华浓向风险投资公司（Forstmann Little & Co.）福斯特曼—利特尔寻求“白色骑士”。福斯特曼提出将佩雷尔曼的出价提高至47.50美元，但要求放弃对额外债务的限制，这使得露华浓票据价格暴跌。佩雷尔曼回应了这个干预，把他的报价提高到了53美元，再到56.25美元，从福斯特曼要求的57.25美元上进行讨价还价。佩雷尔曼则表示他只是在福斯特曼提出的高价上削减了一点点。此时，露华浓决定将公司出售给福斯特曼，因为它同意支持露华浓票据的票面价格。

在评判露华浓董事会行为时，特拉华州最高法院宣布了新的受托责任规则。董事会不再采取防御措施，因为公司将被卖掉。在这种情况下，董事会成为拍卖人，并要求尽可能地获得最高的价格。露华浓董事会被发现违反了新的受托责任，因为他们为福斯特曼作出了价格优惠，以获得其支持露华浓票据的价格。法院说，债权人在这种情况下是露华浓的持有人，没有受托责任。债权人只受合同条款约束。这似乎相当严厉，因为露华浓票据发行招标造成了佩雷尔曼提高他的出价。这个战略的结果是，露华浓董事会为股东获得了每股57.25美元的价格，而不是佩雷尔曼42美元的最初报价或47.50美元的敌意报价。同时，董事会保护了露华浓票据持有人，他们已成为该战略的基本组成部分。相对于佩雷尔曼对福斯特曼收购的价格，这点保护成本微不足道。

在露华浓案子中的特拉华州最高法院再次试图通过受托责任的幌子来控制公司的决策。SEC向露华浓提出索赔，指控董事会没有全面披露与福特斯曼的谈判。露华浓多年来一直在努力为这笔收购所需的16亿美元债务承担巨大负担。此外，露华浓外部董事之一的玛莎·斯图尔特（Martha Stewart）在被判决妨碍司法公正之后被迫辞职。佩雷尔曼继续过着一个企业大亨的生活。他与女演员艾伦·巴金（Ellen Barkin）结婚，并以7 000万美元的价格出售了他在棕榈滩（Palm Beach）的房屋，这创下了当时单户住宅的最高价。对

于福特斯曼，在另一次著名的收购战中也失败了，在收购 RJR 纳贝斯克公司（RJR Nabisco）中他与 KKR 集团（Kohlberg，Kravis，Roberts & Co.）交恶。

特拉华州最高法院因对露华浓公司的裁定而受到严重批评，并试图在随后的时代公司（Time Inc.）的案件中有所收敛，时代公司是《时代杂志》的出版商。[①] 在 1989 年，时代公司宣布它通过与华纳通信（Warner Communications）换股进行合并，此举的目的是“平等合并”。派拉蒙通讯公司（以前称为海湾西部工业公司）之后为时代公司的股份提出了每股 175 美元的意外收购价格。这使得时代公司价值近 110 亿美元。时代公司当时同意以每股 70 美元的价格购买一半华纳股份。时代公司计划在其获得华纳剩余股份后将其合并入时代。派拉蒙将时代公司的每股报价提高到 200 美元以作出回应，但遭到时代公司的拒绝。

不可避免地，此事提交到特拉华州最高法院中。该法院认为，时代公司可以适当地介入与华纳公司的合并协议，即使通过向派拉蒙出售公司，也可以获得一个更高的价格。虽然这与露华浓的决定相冲突，但特拉华州法院认为，即使有更高的报价，长期增长战略也为合并提供了正当理由。结果是时代公司的股东没有在这个问题上投票，失去了 100% 的利润机会。至于长期策略，合并后时代公司的股价跌破了 100 美元，但时代和华纳的高管们却获利成千上万美元。华纳的史蒂夫·罗斯（Steve Ross）从合并中获得了近 7 500 万美元的收益，此外还有担任合并后公司执行长的 1.21 亿美元薪酬。

时代与华纳的合并在保护时代公司文化方面并没有取得成功。时代管理集团的小尼古拉斯（N. J. Nicholas Jr.）让出合并公司首席执行官的位置，由华纳兄弟集团（Warner Brothers Group）的史蒂夫·罗斯取代。他在逝世后又被时代电缆部门的杰拉德·莱文（Gerald Levin）所取代，莱文开始了对包括特纳广播公司（CNN）和美国在线（AOL）在内公司的一系列并购活动。美国在线时代华纳的合并因为其不得不注销账目资产 540 亿美元来反应 2002 年联合企业价值的下降而变得臭名昭著。这是企业史上最大的注销。莱文的收

① Ken Auletta, *Media Man*, p. 115.

购也使《时代杂志》成为即将苦苦挣扎的整体企业的一小部分。《时代杂志》的工作人员被削减，以“激进的方式改变着文化”。[1]

特拉华州最高法院在随后的案件中再次改变了策略。[2] 在试图与时代公司合并失败后，派拉蒙通讯寻求与维亚康姆公司组成“战略联盟”，这将挫败QVC网络公司的收购。派拉蒙试图保护时代案中立下的规则，即远程目标可以克服对即期销售收益的担忧。特拉华州法院阻止派拉蒙采取旨在阻止QVC收购的防御措施。法院裁定，这种情况确实是一种销售，露华浓的受托责任生效。

特拉华州的越轨

特拉华州法院正放弃其立法机关的指令，变得对特拉华州企业更加友好。这一趋势在20世纪90年代加速，因为特拉华州法院开始对商业判断进行规律性的回顾，实际上成为管理决定的上诉法院。特拉华州法院的“亲管理倾斜”吸引了许多大公司到特拉华州。“但自20世纪90年代后期以来，随着企业重要性的增加和机构投资者的增长，法院对股东而言变得很为宽松”。[3]

特拉华州的企业失误都是由衡平法院法官来处理，他们沉浸在传统的受托责任和公平概念下，随着事态变化由法官自行弥补。一些州，如北卡罗来纳州和佛罗里达州，已经设立了专门的商业法庭来处理公司纠纷，但不准携带提包出庭。尤其是北卡罗来纳州，为阻止特拉华州受托责任广泛应用的传播，该州通过了一项法规，否决了特拉华州最高法院在其露华浓判例中强加的拍卖责任要求。[4] 北卡罗来纳州的商业法庭就这一点说到了特拉华州法院对收购战中管理层行动的审查标准：

第一，审查标准的个数变得混乱，不利于实践者适当地向客户提供意见。

---

① *Paramount Communications Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A. 2d 34 (Del. 1994).

② Bruce Orwall and Joann S. Lublin, "Suit Against Disney Over Ovitz Severance Chills Boardrooms."

③ *Revlon, Inc.*, 506 A. 2d 173.

④ *First Union Corp. v. SunTrust Banks, Inc.*, 2001 WL 1885686 (N. C. Bus. Ct. August 10, 2001).

第二，运用审查标准的交易类别被认为是结果限定的……第三，特拉华州最高法院错误地将审慎标准的义务和整个公平性测试混淆在一起。其结果是，商业判断规则在案件中的具体适用，以及整个公平性检验在有关忠诚义务案件审理中的应用不存在了。第四，直接应用于企业判断规则或全面公平测试，无法解决股东和董事在交易中的利益冲突要求与影响股东出售或投票权的董事行动之间的紧张关系。其他一些审查流程需要被使用。在解决公司系统内部之间固有的冲突方面，未能提供有意义的审查流程将取消一种重要手段和更大的灵活性。第五，特拉华州采用的中间标准令人困惑并且内部也可能不统一。对“强化”的关注可能是问题的一部分。法院评估“威胁”和“比例对应”的必要性开始听起来好像是一个对商业决策不尊重的司法审查。[①]

尽管北卡罗来纳州的法官高度批判特拉华州法院对受托责任的处理，但随后他又发现了一项合并协议中违反受托责任的“麻木之手”条款，其将协议条款延长5个月以上即便全部股东投票反对合并。这个条款将会延迟第三方的收购，在这种情况下，阳光信托银行（SunTrust Banks）正在与第一联盟公司（First Union Corp.）就收购美联银行（Wachovia Corp.）进行斗争。由此看来，法官在制度上无法从公司交易和管理决策中抽身。

管理者为谁而管理

管理人员为谁管理？这个问题一直是公司治理界的争论焦点。解决这个问题的早期案例涉及亨利·福特（Forda Ford）努力将福特汽车公司变成一家电子商务组织。福特拥有该公司58%的股份，这使他能够完全主宰公司事务，并挑选其他董事。福特汽车公司在1916年宣布，尽管现在手中有超过5 000万美元的现金，但该公司将不再向股东支付特别股息，现金的数字很是惊人。公司每年只会支付5%的常规股息，总额共计200万美元。福特表示，其余的现金将用于扩大生产，并降低福特汽车的成本，同时提高质量。福特通过购买铁矿、建造船只运送矿石，并在密歇根州迪尔伯恩（Dearborn）的胭脂河

① *Dodge v. Ford Motor Company*, 170 N. W. 668 (1919).

(River Rouge) 河畔修建钢铁冶炼厂实施了这一计划。正如密歇根法院所言，亨利·福特认为，"福特汽车公司赚了太多钱，利润过大，尽管可能还会赚取大笔利润，但更应该与公众分享利润，降低公司的产品出厂价格"。[1]

持有福特股票约10%的两位小股东约翰和霍拉斯·道奇（John and Horace Dodge)，反对亨利·福特的这种慷慨，他们向法院起诉要求强制进行特别股息发放并停止消耗公司现金的扩张计划。密歇根法院裁定，只有公司的董事才有权决定股利的发放时间和金额，而股东没有酌处权。法院表示，除非董事明确表示该公司大笔利润盈余但拒绝宣布发放股息的数量与其自由裁量权下的数量相等，或者管理失误，否则将不会干预。法庭审查了福特的计划，计划包括将福特汽车的价格从440美元降低到360美元，并将雇员工资提高到前所未闻的水平：福特将每天提供5美元的工资，这足以震撼世界。法院认真考虑了董事会的自由裁量后，决定不干涉亨利·福特的定价和扩张计划，但要求支付特别股息。该股利使得道奇兄弟可以开办自己的公司，现在这成为戴姆勒克莱斯勒的一部分，但他们的结局也非常悲哀：在禁酒令期间，他们两人在纽约的饮酒狂欢中遭受了致命剂量的酒精中毒。20世纪20年代，福特汽车公司也遇到了困难，从劳资矛盾到大规模支出引起的现金短缺，导致公司不得不用空头支票方案来弥补短缺。尽管如此，到今天福特汽车公司仍然存在。

福特案的裁定并没有结束关于企业管理者是否可以利用公司进行慈善事业的争辩。一个问题是企业是否可以做慈善捐款。经常引用的案例是新泽西州法院的裁决，该裁决支持了史密斯制造公司（A. P. Smith Mfg. Co.）在1951年向普林斯顿大学（Princeton University）捐款1 500万美元，尽管股东们反对。法庭花了很多笔墨来描述企业捐赠的历史：

当国家财富主要掌握在个人手中时，他们通过慈善捐赠自由地履行公民责任。随着大部分财富转移到公司手中并且对个人征税造成了沉重负担，这

---

① *A. P. Smith Mfg. Co. v. Barlow*, 98 A. 2d 581 (N. J. 1953), *cert. denied*, 346 U. S. 861 (1953).

使得他们一直无法跟上慈善需求的增加。因此，他们也有理由转向公司，认为公司也应该像人类一样承担作为一个良好公民的现代义务。国会和州立法机构颁布了鼓励企业捐赠的法律，并且最近写了很多东西来表明需求迫切且有适当的法律依据。实践中，企业捐赠相应增加。因此，据估计，全国企业的年度总捐赠额超过了3亿美元，其中6 000多万美元用于大学和其他教育机构。同样地，据估计，社区当地的捐款箱中40%以上的捐赠来自公司；这些捐赠贡献和那些公司向美国红十字会（American Red Cross）、童子军（Boy Scouts）和女童子军（Girl Scouts）、4－H俱乐部（4－H Clubs）和类似组织捐赠的一样毫无疑问。

在第一次世界大战期间，公司出借人手并捐赠了大量企业资金，目的是确保生存；在20世纪30年代的大萧条期间，他们为减轻数百万失业人士的绝望进行了捐赠；在第二次世界大战期间，他们再次为确保生存进行了捐赠。他们现在认识到，我们面临着来自国外其他恶性威胁，这些威胁必须顶住以确保其不会损害我们国内的民主制度活力，否则胜利得不偿失。越来越多的人意识到他们的救济取决于健康的经济和社会环境，而这些环境反过来又构成了自由而有活力的非政府机构。在我们看来，正如企业最初创立时要求它们服务于公共和私人利益的条件一样，现代企业的设立条件要求公司作为其所在社区成员，承认和履行社会及私人责任。在这个广泛的概念中，就如他们的扶助对象和协助社会福利，公司在合理限度内维持向学术机构捐赠资金并没有困难。①

当然，没有明确指出的是，为什么普林斯顿对资金的需要超过了股东，特别是因为其禀赋无疑比许多国家的经济还要强大。在这种称颂中缺少的讨论是，企业高管如何利用公司的慈善捐款向自己的社交攀登。泰科公司的丹尼斯·科兹洛夫斯基（Dennis Kozlowski）将这种做法推向了新的高度。

包括《示范商业法》在内的州法规允许公司进行政治捐助，但联邦法规《蒂尔曼法案》（*Tillman Act*）则禁止这种捐助。在1904年指控企业局（Bu-

① E. Merrick Dodd Jr. "For Whom Are Corporate Managers Trustees?"

reau of Corporations）停止对西奥多·罗斯福（Theodore Roosevelt）总统竞选活动进行大量捐款企业的调查后，该法令被通过。捐赠者包括摩根大通捐赠了15万美元；亨利·克莱·弗里克（Henry Clay Frick）捐赠了微薄的5万美元；臭名昭著的投机者之子乔治·古尔德（George Gould）捐赠了50万美元；纽约中央区（New York Central）主席肖·迪皮尤（Chauncey Depew）提供了10万美元。标准石油公司（Standard Oil Company）捐赠的10万美元令罗斯福感到非常尴尬，因为他正在寻求解散该公司。后来他将现金退回。

社会责任

福特的决定令公司治理倡导者感到沮丧，他们希望企业为社会带来更大的利益。哈佛法学院教授小梅里克·多德（E. Merrick Dodd Jr.）1932年在该学校的法律评论中写了一篇文章，题目是《公司经理应为谁开展信托管理》。多德拒绝公司存在的唯一目的是为股东赚取利润的观点。他希望能扩大受托责任，要求企业管理者保护员工和公众，而不仅仅是保护投资者。[①] 近年来，芝加哥大学诺贝尔经济学奖获得者米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）否认了这一理论，认为公司管理人应该将为股东尽可能地多赚资金为唯一目标，同时应符合法律准则和社会道德规范。多德的观点并没有得到法院太多认可，但超过一半的州通过了“其他选区”（“other constituency”）。该立法允许董事会在作出公司决策时只要不违反信托义务，就可以考虑其他利益，而非最大限度地增加股东财富。这些法规中只有一项要求董事会考虑其他股东的利益，只有少数法规规定其他利益可以与股东利益平等地考虑。

在另外地区使用的另一种公司治理模式是德国的“共同决策”。1976年《德国联邦共同决定法》（*The German Federal Codetermination Act*）规定，在2000名以上雇员（AGs）的公司中，监事会成员中需有一半是工人代表，另一半由股东选择。董事会主席、副主席由监事会人数的三分之二选举产生，董事长在股东和工人代表意见不统一时具有决定性的投票权。这一制度导致大众汽车公

---

① *New York City Employees' Retirement System v. Securities and Exchange Commission*, 45 F.3d 7, 9 (2d Cir. 1995).

司（Volkswagen AG）经历了很多腐败，管理层向工会管理者提供公费旅游和招妓服务来赢得他们的好感。在美国，管理者和劳工的关系一贯对抗，而且被编入《联邦劳动法》以便取消管理层控制的工会。虽然一些劳工代表曾在美国公司的董事会任职，但他们似乎对代表劳工或管理层都没有什么兴趣。

企业的社会责任问题是在促进社会责任的工会养老金计划背景下产生的。该运动的两名领导机构是卡珀斯（Calpers）和纽约退休计划。正如一个法院所指出的那样，后者利用其股东身份来作为追求自由社会事业的超级讲坛。[①] 卡珀斯在1991年发布了这个消息，当时它拒绝了数十名不符合加利福尼亚州肯定行动计划的货币基金管理者的申请。卡珀斯在投资过程中追求社会责任，避免烟草和其他在政治上不正确的股票。然而，这种社会投资也存在一个问题：几乎每个大公司都会有一个会冒犯他人的产品线或业务操作。一家电影公司可能会有令人反感的R级电影，而橙汁公司则可能使用农药，汽车公司会污染空气，制药和化妆品公司会使用动物来测试产品，医院提供堕胎服务，飞机对居住靠近机场的人带来噪音污染，杂货店会销售肉类，而电脑公司会激怒勒德主义者（Luddites）。

契约主义者

将受托责任作为控制业务的一种方式应用在20世纪最后一个季度受到了一系列思想的冲击。这是基于诺贝尔奖得主罗纳德·科斯（Ronald Coase）于1937年发表的著名论述《公司特质》（*The Nature of the Firm*）。科斯对公司进行了解构，并得出结论认为这只是降低交易成本的机制。他认为，如果一家公司自己做比外部供应商更便宜，那公司将自己开展这项业务。[②] 迈克尔·詹森（Michael Jensen）和威廉姆·梅克林（William Meckling）扩大了这一理论，他们在1976年提出，公司是一种商业关系，而不是一种信托，监督管理

① Ronald Coase, *The Nature of the Firm*.

② Michael Jensen and William Meckling, "The Theory of the Firm."

层也是一种代理成本。[①] 所谓的芝加哥法律经济学院认为，商业关系是由合同定义的，这使公司只是一个“契约关系”，而不是受托关系。芝加哥学派的理论家认为，市场力量将确保管理人员在谈判时不会手伸得过长，否则没有人会去买公司股票。这个学派的代表人物包括理查德·波斯纳（Richard A. Posner），芝加哥大学法学院教授、现任联邦上诉法庭法官弗兰克·伊斯特布鲁克（Frank H. Easterbrook），以及法学院院长丹尼尔·菲舍尔（Daniel R. Fischel）。这些理论家被称为“契约主义者”。[②]

契约主义的理论家依赖市场纪律，而不是依赖没有商业知识或经验的法学家认为的受托责任。根据契约理论，股东只能享有与公司签订的合同范围内的权利。法院不能创设各方本身没有通过合同规定的权利。正如伊斯特布鲁克在成为上诉法官时指出的那样：“由于受托责任是对关于什么内容将使各方都同意的待用或现成猜测，如果其讨价还价的主题明确，缔约各方可以通过协议订立更具特殊性的其他安排。从公司偷盗是违法的；如果董事会已批准奖金，自己为自己开出一张支票则是不违法的。”

在挑战信托模式重要性的传统智慧中，契约主义者的经历并不容易。坚持这种契约观点的公司法理论家会被其他法律教授嘲笑，因为他们的整个职业都受到信托标准的影响。这种敌对态度在逐渐减弱，几乎每个法学院都教授契约理论。契约主义者在同化影响法院方面还没有太成功。即使在股东期望的情况下，特拉华州和其他州还是有效地阻止了这一理论的应用，颁布法令要求信托责任中的忠诚义务不允许丢弃。虽然放弃了谨慎义务，但特拉华州法院甚至通过“全面公平”审查标准破坏了这种放弃。因此，是法院而不是所有者，继续决定如何管理公司。在所有其他业务关系中，各方自己决定需要什么样的保护。这是法院为债务而采取的措施。例如，除了在一些罕见和极端的情况下，债券持有人不受信托义务的保护。契约主义者问为什么股东的情况会更好。

---

① Rutherford B. Campbell Jr., “Corporate Fiduciary Principles for the Post - Contractarian Era,” p. 511.

② *Jordan v. Duff & Phelps, Inc.*, 815 F. 2d 429 (7th Cir. 1987), cert. dismissed, 485 U. S. 901 (1988).

第三部分
全面披露的失败

第7章
电讯和世通

第1节 电　　信

垮台

在1982年司法部对AT&T提出的反垄断诉讼中颁布同意令后，电讯行业进入全面竞争阶段。在暴躁的联邦地方法院法官哈罗德·格林（Harold Greene）的帮助下，AT&T被迫自己同意终止，格林法官在这一过程中控制了公司。当时，AT&T是全球最大的公司，其产值占美国国内生产总值的2%左右。同意法令要求AT&T将其80%的业务（价值800亿美元拆分成七家区域运营公司，这七家地区运营公司被称为宝贝钟。宝贝钟们被允许保留当地的服务，但被禁止提供区域以外的长途服务。这为许多进入长距离通信领域的新公司打开了大门。

1996年《电信法》（*The Telecommunications Act of* 1996）进一步鼓励竞争，它取消了本地电话垄断，要求现有的电话公司提供互联网络，并鼓励自由进入其他电信领域。这些举动进一步对AT&T造成了灾难性影响，这使得公司员工人数从1984年的100万人减少到2004年的61 000人，但通讯革命在竞争开放后就发生了。有线、微波、卫星和无线电话成为电信领域的新兴动力。

在20世纪90年代，开放全球网络是一个巨大进步，这要求大规模的通信网络重组。光纤是业界的又一次飞跃，电信公司开始相互竞争开发光纤网络。1996年至2001年期间，美国已铺设了超过8 000万英里的光纤电缆。

电信公司花了很大精力来铺设电缆，现在又转向宽带光纤，这种投资在股市崩溃和经济衰退前无法回收。总的来说，电信公司为了推动这种增长借款超过2万亿美元，但经济衰退和产能过剩使该行业陷入了灾难。据说电信业务的崩溃造成市值高达4万亿美元的损失和60万名员工失业，以及23家电信公司宣布破产。

经济衰退也导致电信企业出现大量会计违规。其中包括AT&T在内的几家电讯公司都出现了会计重述和相关丑闻，而AT&T在2000年5月宣布实际收益比预测收益下降5%时，股价在当天就下跌了15%。AT&T后来承认，2001年和2002年的收入过高，因为员工当时规避了会计控制，使收入确认并不正确。AT&T以1亿美元解决了指控其会计操纵的集体诉讼。该诉讼声称，AT&T及其首席执行官迈克尔·阿姆斯特朗（C. Michael Armstrong）在1999年扩大了盈利预测，以便在收购多媒体集团（MediaOne Group Inc.）期间保持股价上涨，同时完成无线业务的公开上市。在这些交易完成之后，公司削减了预期，导致公司股价和无线运营业务股价大幅下滑。AT&T还有其他问题。除此之外，它还获得了如家公司（AtHome Corp.）的控股权，该公司不得不减记60亿美元并破产。AT&T还在收购中同时出售该公司的看跌期权，这要求AT&T在如家股价因为减记而跳水后另支付30亿美元。事实上，在日益严峻的全面披露要求下，会计重述的规模、投资者损失和其他标志性的记录在一次次被突破。

北电网络

总部设在安大略省（Ontario）布兰普顿（Brampton）的通信设备供应商北电网络（Nortel Network Corp.）在美国有重要的业务，其受到经济低迷的打击尤重。该公司能追溯到1895年，其决定将业务重点放在无线和互联网通信以及蓬勃发展的光纤网络业务上。北电网络在20世纪末收入达300亿美元，

而五年前仅为100亿美元。北电网络在1997年至2000年进行了收购，扩大了其在拉丁美洲、亚洲、欧洲以及北美洲的业务。北电网络以78亿美元的价格收购网络服务器设备制造商翱腾网络系统（Alteon WebSystems）被认为是北电公司的历史高点。收购后，北电网络的股价开始大幅下滑，到年末下降了75%以上。

像其他主要公司一样，北电网络正在采取各种办法来提高盈利。该公司为客户购买公司产品提供了数十亿美元的贷款以此来增加销售额，这种需求创造计划无法无限期地持续下去。北电网络的股价在其2000年11月宣布重述账务以减少1.25亿美元收入时，出现了自由式下落。北电网络在2000年第四季度披露了190亿美元的亏损后，股价进一步下滑。该亏损额与1992年通用汽车公司宣布的亏损数额相当，是迄今为止报告的最大季度亏损。该记录于2001年7月27日被电信组件制造商捷迪讯（JDS Uniphase）打破，其宣布由于收购减记形成了448亿美元的亏损。

北电网络在饱和的市场中问题已经积累达到一定程度，其解雇了3万名员工。在接下来的几个月中，成千上万的人被伤害。公司的员工总人数最终从9.5万人下降到3.5万人，而安然公司则只有5 000人失业。公司收入下降了200亿美元。北电网络股价下跌了1 400亿美元，跌幅达90%。《马克西姆》杂志指出，如果一个投资者在2001年7月股价飙升时投资了10万美元的北电股票，那么同样的股票在2001年12月将只有5 483美元。相比之下，如果投资者投资了10万美元的百威啤酒，投资者回收空瓶的价值也能达到1万美元。

正如其他摇摇欲坠的公司一样，北电网络宣布其高管获得了25亿美元股票期权后，公司遭到了公开批评。北电网络的首席财务官特里·亨格尔（Terry Hungle）由于一些可疑的个人投资与退休基金交易相关，其于2002年2月被迫辞职。北电网络在2002年继续遇到困难。该公司预测其销售额将下降，这后来被证明成为现实，但是新的首席执行官弗兰克·邓恩（Frank Dunn）承诺会出现转机。北电网络在2003年的第一季度报告了利润，这允许向公司高管支付大量现金奖金，但事实证明这又是另一个会计欺诈。这次操纵应计

负债用于提供利润，这又是一个饼干罐储备计划。这些做法是由美国证券交易委员会（SEC）前执行主管威廉·麦克卢卡斯（William McLucas）在进行内部调查时发现的，该执行主管也起草了安然公司的鲍尔斯报告。邓恩与公司的首席财务官道格拉斯·比蒂（Douglas Beatty）和公司的控制人迈克尔·戈洛列（Michael Gollogly）一起被解雇。在公司“回归盈利”的计划下，总共有七名高管收取了大额奖金而遭到解雇。北电网络向邓恩和其他高管寻求索回奖金，其中一些董事同意退还奖金。邱博公司（Chubb Corp.）起诉其向北电董事和管理人员签发的保险单由于公司的欺诈行为而应该被宣布为无效。

北电网络在2003年10月23日披露要重述其过去三年的财务报表，以纠正不正确记录的10亿美元费用和收入，但声称这些重述将减少以前报告的损失。这些事情被揭露后，北电网络股价下跌了44%。北电网络是一个失败的信息全面披露典型。它重述了2003年的收入，将该年度的净收入减少了一半。美国和加拿大正在对其进行刑事调查，公司另有3 500名员工被解雇。该公司于2004年第三季度发布盈利预警，披露其财务报告中发现了重大新问题，并要求重述1999年和2000年度超过30亿美元的业绩。该公司2004年12月报告说，2003年的净收入可能要减少至少28%，而其他年份也不得不进行重述。该公司没有向美国证券交易委员会提交2003年报告和2004年的财务报告。北电网络只能对其财务状况进行“估计”。它于2005年1月宣布，其在1999年至2001年的会计报告中发现了更多的错报，其中涉及错误地记录了与奎斯特国际通讯公司（Qwest Communications International Inc.）进行的2亿美元交易。12名北电网络的高管同意退还由于这些会计操纵而收到的860万美元奖金。

朗讯公司

朗讯科技公司（Lucent Technologies Inc.）是一家在1996年10月1日从AT&T分离出来的公司，发生在公司中的事件令人震惊。新公司在决定“朗讯”这个名字之前考虑了1 100个名字，然后花了1亿美元来宣传其新名称和行业地位。朗讯的股票是一个成功范例，股价从1996年的约9美元上涨到75

美元。朗讯总部位于新泽西州的默里山，它成为电讯设备市场的领导者，但随着行业发展从语音转移到数据传输，该公司失去了这一地位。朗讯试图进入互联网业务，但由于从 AT&T 分割出来后几年不能使用有利的会计合并技术而被推迟。在快速增长的互联网业务中，这种推迟的代价是昂贵的，即使是几个月的时间也是一个巨大的优势。当会计限制被解除后，朗讯开始大力扩展电信业务。三年来，该公司共进行了 18 次收购，共计 430 亿美元，其中包括 1999 年以 240 亿美元收购阿森德通讯公司（Ascend Communications）。

朗讯股价在连续 15 个季度达到分析师预期后上涨了 30%。这些结果并不是偶然的。朗讯正在对其收益进行主动管理，其中包括立即注销 25 亿美元的研究与开发费用，以便这些成本不会在未来拖累收益。然而，与其他公司一样，会计伎俩不能长期掩盖下滑业务的影响，而朗讯在电信市场崩溃时，业务跟随着北电一起下滑。2000 年初，坏消息来了，朗讯透露其业务不符合分析师的盈利预期。公司股价下跌了 25%，在一天内 630 亿美元的股东价值消失了。朗讯警告说，未来几个季度都将无法达到分析师的盈利预测。这些报告在华尔街非常常见，被称为“利润警告”，这个词在伦敦市场经常被听到，并且很快就流传到了这里。朗讯在 2000 年将提出四项利润警告，并将其员工削减了数千人。

朗讯重述了其财务报表，将 2000 年 10 月的收入减少了 1.25 亿美元。该数字在接下来的一个月进行了向上修正，致使 2000 财年的收入减少 6.79 亿美元。朗讯的股价在披露后的一年内下降了 80%。随着坏消息扩散，其信用评级下降了 4 倍。朗讯于 2001 年 5 月 6 日解雇了首席财务官德博拉·霍普金斯（Deborah Hopkins）。担任朗讯审计委员会的外部董事是保罗·艾利（Paul Allaire）。他的全职工作是施乐公司（Xerox Corp.）的董事长，该公司也经历了会计崩溃事件，他因允许在公司账户中进行会计操纵而成为美国证券交易委员会（SEC）指控的目标。2001 年 7 月 24 日，朗讯透露，上季度亏损 32 亿美元，裁员 2 万人，裁员总数达 6 万余人。这一数字在第二年增加了 1 万多人。朗讯在其 7 月的披露中表示，其计划筹集 90 亿美元的重组费用。该公司在 2001 年亏损了 160 亿美元，1999 年至 2001 年，公司的股价下跌了近 2 500

亿美元。

朗讯用会计操纵来掩盖其业务下滑。总体而言，朗讯隐藏了超过 200 亿美元的亏损。朗讯迫切地通过每周向全国销售人员进行“差距消除”呼吁来满足分析师预期，呼吁旨在缩小当前订单和分析师期望之间的差距。这些季度行为忽视了长期目标。像其他电信公司一样，朗讯开展了一些高风险的供应商融资，涉及向购买设备但信用评级较弱的客户进行融资，因为这些客户难以从银行获得融资。相应地，朗讯公司承担了违约风险。愿意承担这一风险是因为贷款助推下的销售额在权责发生制会计准则下会将收入增加到满足金融分析师要求的水平，但融资的高信用风险可与“高产海洛因”相提并论[1]。2000 年，朗讯减记了超过 5 亿美元的应收账款，已经宣布破产的永星通讯（Winstar Communications Inc.）还另外有 7 亿美元欠款。

朗讯通过运送未完工产品，甚至将货物运送给未订购的客户来增加盈利。公司通过预定销售来增加收入，因为这些货物有退回的权利。朗讯员工要求客户在一个季度内提用九个月产品以便销售人员实现其收入目标。朗讯声称自己的养老基金掌握的资金过剩（基于更积极的回报假设），从而搜刮了该基金，其声称 1999 年该项调整获得 13 亿美元的收益。

由于这些会计行为，朗讯面对着 50 多起诉讼。朗讯通过支付价值 6.53 亿美元的现金和证券来解决了这些诉讼。主要原告包括本地货车司机 175 和 505 号联盟。处理诉讼的律师获得了 8 800 万美元的律师费。2004 年 5 月，SEC 指控朗讯公司及其十位高管人员错误地填报公司的财务报告。SEC 声称，2000 财年，朗讯不当地确认了 11.5 亿美元的收入和 4.7 亿美元的税前利润。朗讯同意支付 2 500 万美元的民事罚款来平息 SEC 的指控，这一数字因为公司与 SEC 缺乏合作而有所提高。

朗讯股价下跌至最高点的 5%，其债务下调至垃圾债券类别。朗讯公司剥离了杰尔系统公司（Agere Systems Inc.）来改善财务状况。作为接手朗讯投资银行业务的条件，朗讯公司要求承销商提供 11 亿美元的贷款。许多传统的

---

① Lisa Endlich, *Optical Illusions: Lucent and the Crash of Telecom*, p. 156.

承销商不想承担这样的条件，但是从《格拉斯—斯蒂格尔法案》中从承销业务限制解放出来的商业银行倒是很乐意参与。

朗讯的问题仍在继续。该公司于2002年10月宣布，正在削减1万多个就业岗位，并提取了40亿美元的重组费用。到2003年，朗讯的市值从高峰时的2 580亿美元下跌到现在的不到100亿美元。朗讯重新聘请了帕特里夏·鲁索（Patricia Russo）担任首席执行官。17个月前，她从另一家陷入困境的公司伊士曼柯达（Eastman Kodak）离开。朗讯的信息全面披露问题持续到2004年。两名朗讯高管因为贿赂中国政府官员且没有妥善记录那些支付而被解雇。

奎斯特通讯公司

奎斯特国际通讯公司（Qwest Communications International Inc.）是一家1997年上市的电信公司，其在20世纪末如同老手一般操纵其资金账户，位于科罗拉多州丹佛市的奎斯特电话和无线运营业务服务了14个州。通过沿着铁路线（强盗男爵的遗产）挖掘沟渠和埋设电缆，并从其他网络公司购进容量弥补差距，该公司扩大了其国内网络。奎斯特于1999年收购了当时的宝宝钟美国西部公司（U. S. West）成为电讯巨头，此次收购也伴随着与前沿公司（Frontier Corp.）的合并，此次合并交易金额达660亿美元。奎斯特的股价在2000年翻了一番，从20美元上涨到40美元，一度达到50美元。奎斯特与其他电信公司一样，股价在经济衰退和光纤容量过剩等问题爆发前一直飙升。2001年9月，奎斯特减少了4 000个工作岗位。与其他电信公司一样，这是一个信号，表明公司正步履蹒跚。

奎斯特在承认对长达25年的服务合同立即确认收入后受到了批评。按照公认会计准则（GAAP），这些收入应该在合同的履行寿命内分摊，那么公司财务报表反映的收入则要低得多。奎斯特不得减记这些合同中所谓的9.5亿美元收入，并承认2000年和2001年的收入已经增加了25亿美元。奎斯特的审计师是安达信（Arthur Andersen LLP）。这个不幸的会计师事务所的声誉在休斯敦法庭上被破坏后，一再遭受到负面影响。

奎斯特四名级别相对较低的高管在科罗拉多州被起诉，他们被诉在涉嫌

将亚利桑那州公立学校系统与因特网联系起来的1亿美元项目中存在欺诈和串谋。据称在该项目中，这些高管加快设备销售的总额达3 400万美元，目的是实现盈利目标。其中两个人约翰·沃克（John Walker）和布莱恩·蒂斯韦（John Bryan Treadway）被陪审团无罪释放。陪审团对另外两名高管托马斯·霍尔（Thomas Hall）和格兰特·格雷厄姆（Grant Graham）宣判无罪，剩下的指控陷入了僵局。SEC提出了一项相关的民事诉讼，指控被告不当地确认了与简纽特电信公司（Genuity Inc.）交易的收入。SEC称，被告人将收入虚增了1.4亿多美元。

奎斯特通过参与与其他公司进行电话的“容量互换”来提振财务业绩，它之后将这些确认为收入。涉及的其中一家公司是环球电讯（Global Crossing）。“容量互换”很像“往返”交易，它只是简单地将“容量”在一个圈子中传递。奎斯特不得不重述从“容量互换”中确认的收入。奎斯特加速了科罗拉温泉电话簿（Colorado Springs phone directory）的出版，甚至在员工休假期间进行会计操纵，以便能在2000年第四季度增加收入。奎斯特还从事其他违规会计行为，其中包括未能披露2.99亿美元的收益是来源于员工养老金计划资金的一次性调整。奎斯特因其互联网“闪购”服务而使收入增加，这种做法将新客户使用时间高估了60%～70%，然后立即根据高估的数字来确认收入。该公司同意以惊人的2.5亿美元平息SEC对其会计操纵的指控。

在这些事情被揭露之后，奎斯特的股价从50美元的高位跌至2.79美元。国会对奎斯特的公司高管在1997年至2001年出售了6.4亿美元的公司股票而感到愤怒。公司董事长兼首席执行官约瑟夫·纳基奥（Joseph Nacchio）出售了价值2.35亿美元的奎斯特股票。那西奥总共获得了2.16亿美元的收入。SEC在与奎斯特和解后，指控纳基奥和其他几个高管应为奎斯特公司大量存在的总额超过38亿美元会计欺诈负责。SEC指控的被告包括前首席财务官罗伯特·伍德拉夫（Robert Woodruff）和罗宾·塞尔加里（Robin Szeliga），执行副总裁麦雷格里·凯西（Gregory M. Casey），以及首席运营官阿非西·莫比（Afshin Mohebbi）。SEC指控，纳基奥在奎斯特公司营造了一种“数据恐惧”文化。纳基奥经常被引用的名言是：“我们最重要的是满足数字要求。这比任

何单个产品更重要……”纳基奥、伍德拉夫和塞尔加里也被控存在内幕交易，因为据称他们知道公司账户虚增后出售了股票。SEC进一步断言，这种欺诈手段有助于奎斯特与美国西部公司的合并。SEC要求这些高管退还收到的3亿美元，包括纳基奥收到的2.16亿美元。塞尔加里后来认罪，承认了应用内部交易在行使期权时实现了12.5万美元的利润。

一个大陪审团正在调查奎斯特是否与一家小型设备公司在股票首次公开发行中配置热门股票问题有关。大陪审团试图确定奎斯特向这些公司购买的设备是因为商业原因还是仅仅是为了获得股份。2002年10月1日，纽约总检察长艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）对电信部门的高管们提起诉讼，借此来确立他的权威，这些高管包括奎斯特的创始人菲利普·安舒茨（Philip Anschutz）。斯皮策称，被告在热点事件中，通过收到的股票不当获利15亿美元，这诱使他们将公司的业务引向投资银行所罗门兄弟。这种做法被称为“旋转”。

斯皮策试图回收安舒茨从这些热门股票发行中获取的480万美元利润。斯皮策指控，所罗门兄弟向安舒茨的拨款目的是获得奎斯特的投资银行业务。安舒茨通过同意为斯皮策选择的慈善机构捐赠440万美元来平息这个诉讼，这对斯皮策未来的政治野心而言是有价值的。具有讽刺意味的是，泰科公司被定罪的前任负责人丹尼斯·科兹洛夫斯基（Dennis Kozlowski）被指控使用泰科公司提供的慈善捐款来达到这一目的。无论如何，这一捐赠对于安舒茨来说几乎没有带来压力；他的个人财富估计为50亿美元，在市场恶化前是160亿美元。辞职后，安舒茨开始制作普通娱乐电影，其中一部是与华特迪士尼公司合作。

奎斯特的麻烦还在继续。该公司在2004年第二季度亏损7.66亿美元。这种损失很大程度上是由于美国国税局对避税提出质疑后而增加的成本。奎斯特还承认，它夸大了2003年第四季度长途线路的数量。SEC和联邦通信委员会正在调查奎斯特和威瑞森（Verizon）公司的这一行为。威瑞森2004年第一季度将长途线路数量高估超过150万条。

其他的电信麻烦

位于加利福尼亚州圣荷西的互联网交换设备制造商思科系统公司（Cisco Systems，简称思科系统公司）在2000年收购狂潮之后，超越微软成为美国资本最大的公司。思科系统公司由普华永道（Pricewaterhouse Coopers）审计，但其以向毕马威咨询业务投资10亿美元而著称。后当毕马威咨询上市时，该股份被回购。思科系统公司慷慨授予员工股票期权，后来其股价因为连续25个季度满足了金融分析师对其的预期而上涨。思科系统公司的底层员工获得了该公司授予期权的80%，并在公司股票暴跌之前通过行使这些期权获利共计190亿美元。

在纳斯达克市场指数创新高突破三天后，思科系统公司的股价在2000年3月27日达到80.06美元的高点。思科系统公司在后来的一年中遭受了巨大损失，在报告中减记了超过20亿美元的库存。思科系统公司的股价大幅下挫，从2001年9月的80美元高位回落至11.24美元。该公司裁员8 500人后，股票市值下跌了1 840亿美元。思科系统公司又减记了25亿美元的库存。像朗讯等电信设备制造商一样，思科系统公司以优惠条件向客户提供贷款，方便客户购买本产品，其中一些客户的信用风险较高。通过子公司思科系统资本（Cisco Systems Capital）进行的融资总额超过24亿美元。

其他电信公司也遭遇了艰难时期。电缆公司查特通讯（Charter Communications）将收入夸大了约3亿美元。查特公司的两名高管认罪，包括公司的首席财务官肯特·克尔斯瓦尔（Kent Kalkwarf）在内的其他官员被指控未能断开不合格用户的网络，因为他们想用这些用户的名义虚增收入。认罪后，四名高级执行人员被判处14个月监禁到两年徒刑不等。该公司通过同意实施停止令和停止订单来平息SEC对这一行为的指控。没有罚款产生。AT&T公司前高级管理人员亚历克斯·曼德尔（Alex J. Mandel）于1997年创立了特里金特公司（Teligent Inc.），该公司通过在租赁建筑屋顶空间（“屋顶权利”）安装微波发射机提供无线电话和互联网接入。该公司总部设在弗吉尼亚州维也纳，股票首次公开发行时就成为一个热点，股价从21.50美元的发行价格上

涨至37.50美元，两年后达到45美元。特里金特的股价在宣布与德国电话服务公司曼内斯曼（Mannesmann）合作之后飙升，2000年达到100美元。该公司还有其他大型机构投资者，包括日本电话和电报公司。

市场低迷和产能过剩很快使特里金特的良好局面陷入了困境。2001年5月，该公司宣布裁减40%的劳动力，并努力履行债务偿付责任。曼德尔在宣布后不久就辞职了，公司宣布破产。其时公司股价只有56分。特里金特的主要竞争对手永星通讯（Winstar Communications Inc.）与特里金特几乎同时申请破产。永星通讯的股价在上一年达到56美元，在破产申请提交前下降到40美分。花旗集团史密斯·巴尼（Smith Barney）业务组的财务分析师杰克·格鲁布曼（Jack Grubman）在公司破产前还对该股票保有买入评级。

三级通讯公司（Level 3 Communications）在2001年第一季度宣布亏损5.35亿美元，结果导致裁员2 000人。康宁玻璃公司（Corning Glass）在1999年至2000年主要通过光纤销售将电信收入增加了20亿美元。业务见底后退出市场严重损害了已经遭受大量石棉诉讼索赔的康宁公司。该公司裁员了数千名员工，并在其账簿上提取了51亿美元的费用。康宁公司在其历史上首次暂停股息发放。康宁公司股价在2000年9月达到113.10美元的高位，到2002年10月下降至1.10美元。联邦地方法院驳回了一名雇员的集体诉讼请求，诉讼指控公司养老金计划对康宁公司股票进行投资。其他遭受困难的公司，如安然（Enron）、世通（WorldCom）、威廉姆斯公司（Williams Companies）、凯马特（Kmart）都不是很幸运。法院发现，这些公司的退休金计划确实实施了信托责任以致投资自己的股票成为一个糟糕的投资。

环球电讯

环球电讯有限公司（Global Crossing Ltd.）是一家大型光纤远程网络运营商，其于2002年1月28日申请破产保护。这是美国历史上第四大破产案，在安然事件的疯狂后再一次引发了新闻界的轰动。环球电讯是一家位于加利福尼亚州比佛利山庄的百慕大公司。该公司成立于1997年8月13日，于1998年8月13日上市，其股价在纳斯达克交易首日就从6.5美元上涨至25.50美

元。环球电讯于2000年11月6日将其上市地移至纽约证券交易所。由于商务部的预测互联网流量将每百天翻一番，公司股价继续上涨。

环球电讯的董事长加里·温尼克（Gary Winnick）在成立环球电讯公司前曾在德崇证券（Drexel Burnham Lambert）的迈克尔·米尔肯（Michael Milken）身边工作了7年。20世纪80年代的“垃圾债券王”米尔肯在1984年至1987年赚了1.1亿美元。温尼克负责德崇证券的可转换债券部门，他在同意对米尔肯作证后被政府免除起诉。温尼克投资1 500万美元开始了环球电讯的事业。环球电讯公开上市，该项投资增长至60亿美元。环球电讯的主要股东之一包括加拿大帝国商业银行（CIBC），该公司为25%的股份支付了4 100万美元。CIBC向环球电讯承销了4.82亿美元的贷款，另外还发放了8.5亿美元的贷款。CIBC也担任环球电讯的承销商，并开展其他投资银行业务。环球电讯是CIBC的一大财源直至其倒闭。

环球电讯的创立目的是为在大西洋铺设光纤电缆。为实现这一目标，该公司购买了世界上最大的独立海底电缆铺设公司。在破产时，全球电讯的光纤网络中有10万英里的里程，转换成光纤里程为170万英里，能够到达四大洲的27个国家和200个主要城市。环球电讯的扩张计划包括向日本提供12 000英里的海底电缆，向南美洲提供一条10 000英里的海底和地面电缆。该公司扩大了业务范围，业务包括国内电信。通过100亿美元的兼并交易，环球电讯与前沿公司（一家长途运营商）合并，成为市场中坚力量。

环球电讯试图收购一家地区性贝尔公司美国西部公司（US West Inc.），但在与奎斯特通讯的竞争中失利。环球电讯成功地收购了因克斯纳特公司（Ixnet），将该公司更名为环球电讯金融市场（Global Crossing Financial Markets），并以高速数据传输，财务信息处理和电子交易等为金融服务公司提供网络连接。环球电讯还为包括数字制作、动画和特效的媒体和娱乐用途提供带宽服务。

会计操纵

竞争对手进入这项业务之后，环球电讯在被产能过剩袭击前花费了150

亿美元铺设光纤电缆。竞争导致了高速线路的价格下降，该价格远远低于电信公司维持增长所需的利润率。2001 年，环球电讯遭遇了市场下滑。该公司当年减记了 170 亿美元的资产。

更麻烦的事情还没有到来。SEC 和联邦调查局（FBI）在前财务副总裁罗伊·奥洛夫森（Roy Olofson）抱怨收入记录不正确后，对环球电讯进行了调查。奥洛夫森指责公司通过销售增加收入，但同时将与这些销售相关的费用从其利润表中移除。这将费用认定为随时间摊销的资本性支出而不是当前支出。这是如何利用权责发生制进行会计操纵的另一个例子。据该公司称，奥洛夫森在他数百万美元的遣散费被剥夺后才去投诉，这是在他从治疗肺癌的假期中返回工作之后，他被不当地解职之后所要求的补偿。加里·温尼克（Gary Winnick）称奥洛夫森（Olofson）的行为是“勒索”。[①]

政府正在审查的交易涉及所谓的使用绝对权利（IRU），该权利使得环球电讯抬高收入。IRU 是在指定时间段内使用指定线路的指定容量或带宽的权利。1999 年，环球电讯的 IRU 收入总额超过 7 亿美元，约占公司收入的一半。集体诉讼认为，为了满足分析师的预测，环球电讯不当地把本应该在 IRU 的整个期限簿记的收入记为当期收入，那个期限其实长达 25 年。

环球电讯的内部电子邮件为起诉公司的会计实务提供了素材。电子邮件说：“价格快速下滑，在某种程度上我们是自己最大的敌人。当我们背负不合理收入预期时，我们会在本季度末疯狂交易。这反过来又导致价格下跌，使得我们在下个季度末需要再做另一个交易。”[②] 这种疯狂交易涉及与其他电信公司［包括 360 网络（360 Networks）］的容量互换。交易中涉及互惠能力协议，该协议要求每家公司向另一方支付抵消能力，这是另一种形式的“往返”形式。其结果是，各方实际支付的现金由对方的支付抵消，但环球电讯公司

---

① U. S. House of Representative Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce, “Hearing on Capacity Swaps by Global Crossing and Qwest: Sham Transactions Designed to Boost Revenues?”

② U. S. House of Representative Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce, “Hearing on Capacity Swaps by Global Crossing and Qwest: Sham Transactions Designed to Boost Revenues?”

将已支付的现金视为按时间摊销的资本支出。环球电讯的另一封内部电子邮件表示，这种“互换垃圾将在长期杀死我们”,[1] 但公司董事会任命的一个特别委员会在高特兄弟律师事务所（Coudert Brothers Law Firm）开展内部调查后得出结论，交易是合法的，这种做法有点不同于安然公司在鲍尔斯报告中的做法。

无论如何，环球电讯依旧是又一次重大的会计失败。该公司的财务报表未能透露，2000 年至 2001 年，环球电讯公司亏损了 257 亿美元。这些损失直到 2003 年 12 月才报告出来，这时候公司已破产很久了。环球电讯公司经过了安达信的审计，安达信在环球电讯被定罪后不得不退出该合约。对环球电讯犯罪的调查停滞不前，没有提交任何指控。鉴于当时非同一般的严重性，这看起来很奇怪，但答案可能在于这样一个事实，即环球电讯在不久的将来可能还会有更多的问题待被揭开。

SEC 针对三名环球电讯公司高管，包括首席财务官达恩·科尔（Dan Cohrs）、首席会计官约瑟夫·佩罗尔（Joseph Perrone）等人提出指控。SEC 工作人员已经同意加里·温尼克支付 100 万美元的罚款，但是 SEC 委员在 3—2 票中得出结论，温尼克不应该承担责任，因为他只是公司的董事长而不是执行官。由此，分拆首席执行官和董事会主席角色的改革主义目标似乎在其支持者身上适得其反。

破产

环球电讯的破产一度使股东价值损失超过 450 亿美元。如同安然公司一样，环球电讯的内部人士在公司下跌之前赚取了 52 亿美元的巨额利润。加里·温尼克出售了 7.35 亿美元的环球电讯股票，并利用德豪会计师事务所富于争议的避税手段来规避对利润缴税。温尼克在公司破产申请时仍然持有大量股票，这使其个人净值削减了数十亿美元，并从《福布斯》杂志“美国

---

[1] U. S. House of Representative Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce, “Hearing on Capacity Swaps by Global Crossing and Qwest: Sham Transactions Designed to Boost Revenues?”

400名最富有的人”名单中出局。然而，他仍然安居在贝弗利山庄9 400万美元的豪宅里。该豪宅的购买价格创下了美国单户家庭住宅的最高纪录。

在环球电讯公司破产前两个月，其通过摩根大通牵头的银团贷款借款25亿美元。这些银行因为贷款起诉温尼克和其他22名环球电讯公司高管，声称被告人从事“大规模诈骗”，向银行隐瞒环球电讯的真实财务状况。另一家跨国银行花旗集团也正在接受涉及该公司的集体诉讼。花旗集团同意支付7 500万美元来和解，诉讼指控该银行未披露利益冲突，分析师发表的研究报告夸大了“环球电讯”的投资价值等。另外，还有90起诉讼是因为环球电讯的倒闭而提起的，其中一起由反对前总统比尔·克林顿的司法观察组织提起。该诉讼指控，克林顿曾密谋通过授予一个有利的国防合同来换取该公司向他的总统图书馆捐款100万美元，此举抬高伦敦环球电讯的股票价格。诉讼最后被驳回了，理由是前总统免受这种索赔。

环球电讯倒闭前，获得公司股票的另一个政治人物是民主党全国委员会主席特里·麦卡利夫（Terry McAuliffe）。他在1997年将温尼克引荐给克林顿总统后收到了10亿美元的环球电讯公司股票。麦考利夫公司首次公开募股后获得了1 800万美元的利润。作为克林顿的亲密伙伴，麦考利夫在谴责安然公司的高管和其他美国公司贪婪地获得超额利润时，声音最为强烈。麦考利夫从不为自己从政治关系中获得回报而尴尬，他收到的回报甚至超过了希拉里·克林顿（Hillary Rodham Clinton）从商品期货合约1 000美元投资中获得10万美元利润的著名案例。

曾任克林顿政府官员的安妮·宾马曼（Anne Bingaman）因为环球电讯游说而收到230万美元的回报。她是新墨西哥民主党参议员杰夫·宾马曼的妻子，与参议员菲尔·格拉姆（Phil Gramm）和他在安然公司的妻子温迪（Wendy）关系密切。另一方面，前总统乔治·布什（George H. W. Bush）获得了8万美元的环球电讯股票，以替代他为公司演讲的劳务费。股票市值在高峰期估值超过1 400万美元。约翰·麦凯恩参议员因为帮助公司向联邦通信委员会游说，从环球电讯公司那里获得了31 000美元的竞选捐款。两个政党在2000年会议中都收到了超过50万美元的捐款。也许由于这些高层政治人

物及其政党的抵制，环球电讯的破产似乎在安然公司的破产狂潮中被忽视，尽管它们有很多相似之处，包括有举报人、向政治大佬捐款和不当的会计处理等。国会就环球电讯的破产举行了听证会，但是世通公司和其他公司的失败抢了这次听证会的风头。

会计失败

环球电讯在倒闭前，为其高管创设了贷款计划，允许每名高管借款达到750万美元，所以在2001年股票价格开始下降的时候，他们不必出售环球电讯的股票。这些贷款将从公司的10亿美元信贷额度中扣减。高管们需要这种安排，因为他们把环球电讯的股票存入保证金账户，并以此为质押借款。随着股价下跌，这些高管们收到了追加保证金的通知以保证其贷款安全。

像安然员工一样，破产时，环球电讯员工的401（k）个人退休账户中大量持有了环球电讯的股票。其中几个失望的投资者在国会面前作证。当加里·温尼克在国会面对这些雇员的批评时，同意捐赠2 500万美元自有资金来弥补他们的损失，这使得国会调查人员感到高兴。一个国会议员甚至把温尼克的姿态描述为“宽宏大量，是领导者风度。我认为你刚刚震惊了很多人，你应该为此感到自豪”。[①] 然而，正如委员会主席所指出的那样，那些雇员并不是唯一需要帮助的人员，其他投资者也受到了伤害。

重组整顿

作为破产重组的一部分，环球电讯公司以2.5亿美元的价格向新加坡科技电讯公司（National Technologies Telemedia）出售了61.5%的股权，抹去了曾经的400亿股票市值和120亿美元债务。温尼克成为70个诉讼中的被告，环球电讯的前任官员和该公司的纽约律师辛普森·撒切尔（Simpson Thatcher）达成了3.25亿美元的和解协议。这笔款项大部分由保险公司支付。辛普森·

---

① U. S. House of Representative Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce, “Hearing on Capacity Swaps by Global Crossing and Qwest: Sham Transactions Designed to Boost Revenues?”

撤切尔同意为和解方案提供1 950万美元，尽管他自己没有被起诉。温尼克从自己的口袋里支付了5 500万美元，并同意向员工另外支付2 000万美元。代表在401（k）账户中持有环球电讯公司的雇员提起的诉讼最终以7 900万美元和解，温尼克支付了2 500万美元，其余的由保险公司支付。

环球电讯的整个事件出现了戏剧性的一幕，在公司刚刚从破产中脱离出来不久，其就宣布了美国历史上最高的季度利润。这笔248.8亿美元的利润与公司的收入无关，本季度的收入为7.19亿美元，而利润则为1 300万美元。相反，这个巨大的利润是破产会计变更的结果。这些变更包括减少或消除破产负债，消除股权义务，以及IRU中的"新起点"会计调整，调整是为减少这些合同下的负债。这个奇怪的盈利公告导致公司脱离破产后发行新股的价格大幅下跌了38%。亿万富豪投资者理查德·雷恩沃特（Richard Rainwater）收购了环球电讯7.5%的股权，将其视为有价值的公司。

SEC随后指控环球电讯通过与其他电信公司进行容量互换来进行会计操纵，但并没有进行罚款。环球电讯的3名公司高管同意每人支付100 000美元的罚款，以解决SEC对此行为的指控。他们是首席执行官托马斯·凯西（Thomas J. Casey）、首席财务官达恩·科尔（Dan Cohrs）和执行副总裁约瑟夫·佩罗尔（Joseph Perrone）。如上所述，SEC拒绝了内部工作人员的建议，即对加里·温尼克提出诉讼。

阿德尔菲亚通讯公司

阿德尔菲亚通讯公司（Adelphia Communications Corp.）成为另一个巨大的丑闻。它在破产之前是全国第六大有线电视公司，为29个国家的客户提供有线电视、高速上网和本地电话服务。阿德尔菲亚于1986年上市，有两类股票。A类股票每股有一份投票权，B类股票每股有10份投票权。A类股票向公众出售，B类股份由阿德尔菲亚创始人约翰·里加斯（John Rigas）及其在宾夕法尼亚州考德斯波特（Coudersport，Pennsylvania）的家人共同拥有。他们也拥有12.5%的A类股份，这使得他们可以控制公司。为了避免任何质疑，A类股份只能在阿德尔菲亚董事会9名成员中选出1名董事。5名里加斯的家

庭成员在董事会任职，其他4名董事为外部董事。

阿德尔菲亚是由约翰·里加斯和一位兄弟古斯（Gus）于1952年创立的，他们是希腊移民的儿子，希望以希腊语为兄弟俩公司的名字。阿德尔菲亚致力于家庭计划，直到20世纪90年代末才慢慢成为一份卓越的事业。该公司随后以100亿美元收购了其他三家有线电视公司而迅速扩张。这些收购将阿德尔菲亚的用户数量从220万人增加到超过500万人，尽管花花公子（Playboy）和其他成人娱乐频道的订阅量在购入公司的产品目录中有所下降。虽然债务增加了一倍多，到97亿美元，但该公司的股价在1998年至1999年翻了两番，达到每股86美元。为了资助其收购，阿德尔菲亚发行了大量A类股票。里加斯家族同时购买了大量的阿德尔菲亚B类股票以保持其控制地位。这些收购的资金来源在2002年3月28日成为报纸竞相报道的目标。报告显示，阿德尔菲亚与里加斯家族共同出资了23亿美元。根据这种共同借款安排，阿德尔菲亚或里加斯家族都可以向金融机构提用各种信贷额度和其他贷款安排。阿德尔菲亚和里加斯家族都有责任偿还另一方提取的任何金额。

联合借款安排向阿德尔菲亚的外部审计师德勤进行了披露，借款安排和可以借款的最大金额也向投资者进行了披露，但并非实际提用的金额。共同借款安排也向SEC作了披露。德勤建议披露提用金额，但对披露并不坚持。布坎南·英格索尔（Buchanan Ingersoll）的匹兹堡律师事务所默许阿德尔菲亚不披露实际提用金额的决定。根据美国公认会计准则（GAAP），仅当出现合理的损失可能性时才需要披露。随着安然公司丑闻的不断发酵，德勤公司终于坚持在公司2002年3月31日向SEC提交的10－K表格年度报告中对里加斯家族的借款进行了脚注披露。该披露在分析师中引发了轰动。对此事件的回应以及安然公司丑闻的持续，使得德勤对该公司审计结果持保留意见。此举又触发了阿德尔菲亚贷款违约，并导致SEC着手调查。

这些问题揭露后产生了一系列其他问题。阿德尔菲亚宣布，其2000年和2001年的现金流和收入被高估超过5亿美元。该公司有线电视用户的数量也被虚增。据称，阿德尔菲亚增加现金流量的手段是以125美元的价格从供应商摩托罗拉（Motorola）和亚特兰大科技公司（Scientific Atlanta）购买大量的

数据盒子，尽管它们事实上通常只需要100美元。另外25美元被供应商返回给阿德尔菲亚成为现金流。这些问题的揭示震惊了已被安然公司搅得惊魂失措的金融体系，导致阿德尔菲亚于2002年6月25日被迫破产。指控在安达信被定罪为妨碍司法十天后才提出，这引起了人们对信息披露系统完全失灵的更大担忧。

SEC向里加斯家族和其他人提出民事诉讼，声称他们因为没有正确地报告共同借款这一事实，犯下了“在上市公司中发生的最为严重的金融欺诈之一”。SEC指控，被告伪造经营报告，并提高盈利以满足分析师的预期。具体来说，SEC指控被告“伪造对华尔街评估有线电视公司至关重要的信息”。这些信息涉及公司电缆基本用户数量、电缆系统升级程度以及扣除利息、税收、折旧、摊销前的利润（EBITDA）。SEC称，被告隐瞒了“猖狂的”自我交易。[1]

内部调查

大卫·博伊斯（David Boies）被阿德尔菲亚的董事会特别委员会聘用来进行内部调查，导致这成为一种惯例：破坏管理层并向对公司提起诉讼的人提供协助。伯伊斯在泰科公司担任过类似职务，他因在IBM的反垄断诉讼上的支持作用而著称，该案件从1969年持续到1982年，并且审判了数年。他在威廉·威斯特摩兰将军（General William Westmoreland）提出的诽谤诉讼中成功捍卫了哥伦比亚广播公司（CBS），但之后公司遭受了惊人损失。博伊斯在拆分微软中代表政府，但最终失败了。他是代表阿尔·戈尔（Al Gore）的律师，在最高法院对2004年总统选举结果的挑战中失败；他是代表纳斯帕（Napster）的律师，在努力为盗版版权歌曲提供便利化服务方面也失败了。

里加斯家族在博伊斯的授意下，被特别委员会驱逐出了阿德尔菲亚，接下来推动了该公司的破产。之后，对里加斯家族自我交易的刑事调查迅速启动。阿德尔菲亚的创始人约翰·里加斯似乎不太可能成为政府的目标，他从

① *Securities and Exchange Commission v. Adelphia*, 2002 SEC LEXIS 2891 (S. D. N. Y. Nov. 14, 2002).

来没有出售过他的阿德尔菲亚股票，也从未收到过股票期权。该家族以 14 亿美元的价格购买了阿德尔菲亚的 B 类股票，以便随着更多的 A 类股票发行保持对公司控制权不受稀释。该股票是以保证金方式购买的，当市场开始下滑时，这就需要大量借款支持。在该方案下借款的资金也用于支持里加斯家族个人拥有的有线业务。另外，还有 1.5 亿美元借给了约翰·里加斯拥有的冰球队布法罗军刀队（Buffalo Sabers），4 500 万美元用于其他业务。另外 300 万美元流向了约翰·里加斯的女儿出资资助的电影《猎歌人》(*Songcatchers*)。

阿德尔菲亚和里加斯家族在共同借款安排下提用了 56 亿美元的贷款。这些贷款由美联银行（Wachovia Bank）、蒙特利尔银行（the Bank of Montreal）和美国银行（the Bank of America）共同发放，并将其出售给了许多其他金融机构。作为对联合贷款的回报，这三家银行承担了阿德尔菲亚的投资银行业务，包括承销其股票。商业银行因《格拉斯—斯蒂格尔法案》从承销活动中被排除，直到 20 世纪末法案最终被废除为止。三家银行收取的投资银行费用总计 2.3 亿美元。

犯罪指控

阿德尔菲亚的财务副总裁詹姆斯·布朗（James Brown）和会计总监蒂莫西·维特（Timothy Werth）对在向 SEC 提交的会计报告中隐瞒公司财务状况的刑事指控表示认罪。阿德尔菲亚的会计部门执行长官迈克尔·穆尔凯伊（Michael Mulcahey）对针对他本人的指控表示自己很无辜。约翰·里加斯于 2002 年 7 月 24 日被捕。他在 103 页的起诉书中被指控与里加斯家族合谋从阿德尔菲亚公司非法攫取并将公司真实财务状况及业务交易向股东隐瞒。与里加斯住在一起的两个儿子也被捕，一个是阿德尔菲亚的执行副总裁迈克尔(Michael)，另一个是首席财务官蒂莫西（Timothy）。

逮捕里加斯颇具戏剧性，逮捕在纽约公寓里有点类似于盖世太保的突然袭击。政府为 78 岁的约翰·里加斯戴上了手铐，他也是一名癌症病人，他被押送到等候的电视摄像头前，有点像今天大家熟悉的游街示众。当里加斯被捕时，他的领带、鞋带和腰带都被取走，据称是为了防止自杀，但在实际处

理过程中使他感到尴尬。这个被束缚着的面对媒体和摄像机的老人没有任何暴力倾向，政府检察官的做法有点哗众取宠。权力滥用情况非常糟糕，甚至引起了纽约公民自由联盟（New York Civil Liberties Union）的抗议活动，该联盟通常不太关心白领犯罪嫌疑人的权利。

相比之下，对于里加斯，安然公司高管和其他白领被告受到的待遇，联邦法官认为纽约市政府在囚犯运输时为其戴上手铐是对其的蔑视，即便这些囚犯之前拥有武器。囚犯只有在首次举行听证会来确定是否需要这样的行动，以及是否可能对囚犯的健康造成伤害后，才可以戴上手铐。对违反这些要求的城市要实行罚款，罚款应汇入犯人自己的账户。在2002年的另一起案件中，一名联邦法官则认为，纽约当局对一名盗窃嫌疑人进行手铐押送是不正当的。该市以25万美元进行了和解。在审判阶段，一名暴力嫌疑犯在被判抢劫和谋杀一对老年夫妇后，在陪审团面前被戴上手铐，美国最高法院对死刑进行了预留。只有在重大安全利益的情况下，法庭才可以在定罪和判刑阶段使用这种约束。这一裁决是在某暴力罪犯被送到陪审团前，在格鲁吉亚法院无辜地杀害了他的审判法官和其他三人之后的几个星期才作出的。显然，没有人有权对不构成危险的管理人员施加这样的高压约束。

在起诉书中，里加斯家族被控将公司资产视为自有资产并误导评级机构。约翰·里加斯因为在梅奥诊所接受癌症治疗而不得不多次错过庭审，而且审判对政府检察官来说并没有好的开始。他们被联邦法官伦纳德·沙德（Leonard Sand）所骂，因为他们请出了一个提供“错误证词”的证人。法官称这是一个“严重的错误”。尽管如此，政府却依然进行冗长的叙述。

阿德尔菲亚养护着三架飞机和七名全职飞行员。里加斯家族被指控使用该公司的湾流飞机进行个人旅行。20世纪70年代，亨利·福特二世被发现用公司飞机运送他的葡萄酒和他母亲的猫和狗后，这成为让高管人员尴尬的绝佳方式。里加斯家族被指控使用这些飞机进行个人用途，包括约翰·里加斯妻子的购物旅行，其他家庭成员的高尔夫球出行，以及为获取圣诞树的多次往返，因为其中有一株圣诞树太矮，需要第二次调换。蒂莫西·里加斯（Timothy Rigas）有一架公司飞机飞往加勒比地区去接一位女演员朋友佩塔·

威尔逊（Peta Wilson），她出演了电影《妮基塔》（*La Femme Nikita*）。她在对里加斯家族的审判中作证，她乘用该喷气式飞机至少八次，并且没有偿还公司的费用。起诉书进一步指控阿德尔菲亚为里加斯家族支付了非洲野生动物园的费用。

检方从不回避矫枉过正，他们提供证据表明，蒂姆·里加斯（Tim Rigas）曾让阿德尔菲亚支付100双拖鞋的运费，因为他在一家酒店穿过它们后就喜欢上了。这是一个大新闻，让人联想起菲律宾前第一夫人伊梅尔达·马科斯（Imelda Marcos）在其丈夫免职后，有人在她的衣柜里找到的大量鞋子。蒂姆·里加斯寻求的拖鞋只能批量买进，总共花费268美元，这个数额与高调起诉比起来几乎算不上什么。他还被指控让阿德尔菲亚为其公寓支付了100万美元，为其南卡罗来纳州野溪高尔夫俱乐部（Briar Creek Golf Club）的会员费支付了70万美元。阿德尔菲亚花费了1 300万美元投资约翰和蒂莫西·里加斯在考德斯波特附近举办的高尔夫课程，该课程计划的总预算为4 000万美元，另外还有2 600万美元用于购买里加斯家庭牧场附近的伐木权。

里加斯的审判持续了好几个月，导致了对约翰和蒂莫·里加斯部分罪名的认定。陪审团对针对迈克尔·里加斯的指控陷入僵局，并导致了一个错判。米迦勒·马尔卡希（Michael Mulcahey）被控无罪。里加斯家族的麻烦在继续。阿德尔菲亚起诉他们抢掠公司。德勤是又一个被诉目标，因为它没有要求披露里加斯借款的数额，而阿德尔菲亚的银行被指控在同意共同借款安排中有不当行为。普华永道取代了德勤作为该公司的审计师。

阿德尔菲亚在2003年2月25日的破产程序中提交了重组计划。根据该计划，该公司的所有权将被转交给阿德尔菲亚的无担保债权人，留给股东们的除了一些集体诉讼外几乎一无所有，通过这些诉讼得到的赔偿无疑很少，而支付的律师费等将进一步减少这个金额。阿德尔菲亚的总部从宾夕法尼亚州迁往科罗拉多州格林伍德村（Greenwood Village）。一家银行同意提供88亿美元的融资来重组公司，公司的拍卖价格是175亿美元。时代华纳（Time Warner）和康卡斯特（Comcast）在拍卖中战胜了有线电视公司（Cablevision）。阿德尔菲亚于2004年12月宣布，在2001年以前没有报告的损失总计17亿美

元。阿德尔菲亚还透露，破产后损失超过130亿美元，主要是由于资产注销。该公司向SEC和司法部支付了7亿美元用于和解会计问题，这个数字高于原始报价的4.25亿美元。阿德尔菲亚最终同意向受害者赔偿基金支付7.15亿美元，来与SEC和司法部和解。与此同时，里加斯家族也同意向阿德尔菲亚提供约15亿美元的资产。这使得阿德尔菲亚家族仅剩下与阿德尔菲亚无关的8 000万美元业务。德勤律师事务所同意支付6 500万美元用于平息SEC对其审计阿德尔菲亚失误的指控。里加斯家族的支付几乎没有减轻政府的情绪和越权。检察官要求约翰和蒂莫·里加斯服刑215年。法官要宽容得多，给予蒂莫·里加斯20年刑期，给予约翰·里加斯15年刑期，但对约翰·里加斯而言也意味着是死刑。法官确实也留了一个豁口，不过使得里加斯出狱需满足的要求几乎不可达到，那就是如果他能证明自己只有3个月可活，那么可以在服刑2年后被释放。迈克尔·里加斯后来就改变商业记录单独认罪。

第2节 世　通

公司

如果有人对全面披露和其他公司治理改革的不足有疑问，世通公司(WorldCom Inc.)的破产足以让他们消停下来。这是公司治理各个方面的又一次巨大失败。世通公司的破产超越了安然，又一次创造了世界上最大的破产纪录。世通公司总部位于密西西比州的克林顿，它是美国第二大长途电话供应商，美国最大的国际电话运营商，在破产时也是世界上最大的互联网运营商。该公司的业务跨越了六大洲和数百个国家，公司为2 000万名客户提供服务。世通公司在破产之前报告的收入达300亿美元，员工超过6万名。

世通公司是在加拿大旅行推销员的儿子伯纳德·埃贝斯(Bernard J. Ebbers)努力下创建的。埃贝斯在新墨西哥州的纳瓦霍印度保留区(a Navajo Indian reservation)度过了成长时期，并从事了从挤奶到保镖等不同工作。他在加拿大上大学但没有取得成绩，之后埃贝斯转到了密西西比州的一个私立

文科学院密西西比大学，在那里他获得了篮球奖学金。毕业后，埃贝斯在密西西比州的一所学校里担任教练，之后成为密西西比州布鲁克海文斯的一家制衣厂斯塔尔城市公司（Stahl – Urban Company）的销售经理。在那家公司工作了五年之后，埃贝斯在密西西比州的哥伦比亚购买了桑迪汽车旅馆和餐厅（Sand's Motel and Restaurant），虽然有些人认为是“垃圾”，但埃贝斯从中实现了盈利。他与其他人一起投资了更多的汽车旅馆，并发展连锁店，在这个过程中成为百万富翁。

1983 年，埃贝斯投资了一家名为长途折扣公司（LDDC）的企业，该公司是在 AT&T 被司法部解体后形成的许多长途运输公司之一。他于 1985 年开始负责该公司以防止其倒闭。他很快就使 LDDC 获利，并在收购中开始了扩张，在未来十五年里收购公司达到 75 个。LDDC 于 1989 年兼并纳斯达克上市公司优势公司（Advantage Companies Inc.）后，也成为一家上市公司。LDDC 的收入超过了 1 亿美元。埃贝斯通过一系列并购扩大了其在美国和海外的市场。

到 1994 年，LDDC 的收入达到 22 亿美元。该公司的名称在 1995 年改为世通公司，以反映其日益增长的全球业务。该公司在 1996 年以 124 亿美元的价格收购 MFS 通信公司后更扩大了影响。自 AT&T 解体以来，这次兼并创建了第一家本地远程公司，并为世通公司提供了进入光纤和互联网服务的机会。届时，世通公司已经是第四大长途电话公司。

1996 年，《华尔街日报》的“股东排行榜调查”将世通公司在 1 000 家公司中排名第一，因为其获得了十年良好业绩。该公司当年加入了标普 500 指数。世通公司在 1997 年从 H&P 布洛克那里（H&R Block）以 12 亿美元收购了计算机服务系统公司（Compuserve），扩大了在互联网市场的业务。同时，世通公司重组了业务，并与美国在线（America Online）成立了合资公司。世通公司以 24 亿美元收购了通信服务提供商布鲁克斯纤维产业公司（Brooks Fiber Properties），它使得公司可以绕过本地电话网络。世通公司的增长并不总是顺利的或经周密考虑的。世通公司斥资 60 亿美元从中间通信公司（Intermedia Communications Inc.）收购迪克西公司（Digex Inc.）时在提前不到两个

小时通知的情况下安排了35分钟的电话会议。这次并购谈判未经世通公司董事会的知晓或批准。世通公司将这种随意的方式与公司治理任务相结合，在寻求董事会事后批准之前宣布了这项协议，并伪造董事会会议记录，以掩盖该提案事先未获得批准的事实。在中间通讯的股价下跌之后，埃贝斯设法重新谈判以降低交易价格，但这需要他向反对并购的部分迪克西股东发送绿色邮件。

MCI

世通公司在1997年10月震惊了股市，当时它宣布以300亿美元的价格并购MCI通信公司（一家大型长途运营商）。收购MCI就像吞掉鲸鱼一样，因为MCI的收入比世通公司高出约250%。为了获得对MCI的控制权，世通公司不得不战胜英国电信公司（British Telecommunications），以及另一个竞争对手本地第三大电话公司GTE。GTE试图用反托拉斯诉讼来对抗世通公司，声称与MCI的合并将减少互联网基本服务领域的竞争。世通公司通过同意将互联网业务卖给有线和无线公司来避免这个问题。世通公司也提高了报价，以365亿美元的现金和股票赢得了收购。

美国和欧洲的反托拉斯当局密切地关注MCI并购，因为两家公司都提供互联网服务并相互竞争，但监管机构有意让合并进行。被一位传记作家称为公司摇滚艺术家的杰西·杰克逊（Jesse Jackson）牧师在世通公司的股东大会上明确表示反对并购，声称会对工人造成不利影响。杰克逊使用1996年《电讯法》在联邦通信委员会面前反对电讯兼并，声称他们会对工人带来不公平影响。与此同时，杰克逊告诉有关公司，如果他们愿意为自己的事业捐款，并以少数群体的方式实施多样性计划，他将收回他的反对。尽管杰克逊进行有抵制的威胁，但MCI和世通公司也拒绝付款。[①]

世通公司绝大多数股东压倒性地批准MCI和世通公司的合并。合并后的公司有79 000名员工，年收入达270亿美元。合并后，世通公司成为全球主

① Kenneth R. Timmerman, *Shakedown: Exposing the Real Jesse Jackson*, pp. 282-283.

要的通信提供商。其服务范围扩大到政府以及私人消费者。除此之外，世通公司还为 100 万个社会保障受益人提供了服务，为五角大楼提供了虚拟网络数据网络服务，为国会和许多政府机构提供了通信服务。

这次合并在当时是美国历史上最大的合并。该公司将其名称简称为 MCI 世通，之后再改回了世通公司。这次合并被管理层利用掀起了一个新的高潮，公司赞助了 PGA 巡回赛，并招募了篮球明星迈克尔·乔丹担任世通公司的代言人。世通公司的股票飙升，1997 年增长了 2/3。世通公司在 1999 年的股价达到每股 64.50 美元时，市值估值为 1 150 亿美元。该公司当时是美国第十四大公司。在与世通公司完成合并之前，MCI 公布第四季度出现了亏损，但几个月后，世通公司公布，在提取一次性费用前其第一季度盈利增长了 10 倍。

伯纳德·艾贝斯继续努力发展世通公司。他以 18 亿美元收购了天空电信公司（SkyTel）的寻呼服务。收购耐克斯泰（Nextel）的交易也顺利通过，但世通公司随后试图以 1 290 亿美元的惊人价格收购斯普林特公司（Sprint Corp）。对于斯普林特而言，世通公司的收购进展的很成功，直到司法部在 2000 年 6 月对此提起诉讼。诉讼总监珍妮特·雷诺（Janet Reno）表示，这样的组合将再次重现 1982 年格林法官先生拆分的 AT&T 垄断案。由于住宅长途市场竞争激烈，斯普林特和世通公司的合并将面临来自其他互联网供应商的更大竞争。也许更重要的是，合并将减轻电讯市场的能力过剩。在此情况下，世通公司退出并撤回对斯普林特的投标。此举也同时削弱了世通公司和斯普林特。

世通公司还遇到其他困难。1999 年，电脑故障使得几家大型企业和银行以及芝加哥交易所的互联网络连续十天关闭。艾贝斯就这个问题指责朗讯科技。世通公司不得不以 350 万美元来和解这个关于“砰击”的投诉（未经许可从其他供应商转移客户）。

世通公司的会计处理

世通公司成为会计世界的实验室。1996 年至 2000 年，世通公司向 SEC 提交的财务报告中报告了 160 亿美元的收益，同时声称应纳税所得额不到 10 亿

美元。这对会计师来说可能是有意义的，但对于世界上其他人来说，它看起来更像是篡改账务，而篡改则是由政府许可的。SEC 在公司与 MCI 合并后立即阻止该公司注销研发费用。世通公司想要使用这些注销费用来提振未来的收入。在与 SEC 进行磋商之后，世通公司不得不将数额降了一半。

世通公司 2000 年第三季度在计提一次性收费前刚好达到了分析师的收益预期，但该公司于 2000 年 10 月 26 日宣布，正在减记破产客户的 6.85 亿美元应收账款，这导致其股票价格大幅下降。世通公司在 11 月披露的数据没有满足分析师对第四季度盈利的预期。随着电讯市场的崩溃，该公司显然很恐慌。艾贝斯宣布，世通公司将其业务分为四个单位，模仿了 AT&T 和泰科的类似计划。世通公司还模仿了另一种 AT&T 策略，创造两个跟踪股票，其中一个是正在衰退的远距离业务。这些公告在股票市场上没有受到好评。世通公司的股价下跌了 20%，从高点下跌了 75%。2001 年 1 月，世通公司开始裁员 1 万人，占全部员工的 13%。

经济衰退给世通公司管理层提高业绩带来了很大压力。在全面披露的环境中，这意味着操纵财务账户以增加收益，希望得以改善业绩、挽救公司。SEC 的指控指出，“随着 2001 年经济衰退，世通公司的盈利和利润同样下降，难以保持盈利符合行业分析师的预期”。[①] 该公司开始大规模地操纵会计报告，隐藏了这种衰落的真实深度。

伯纳德·埃贝斯

与任何时期相比，伯纳德·埃贝斯（Bernard Ebbers）被授予的股票期权赠予在行政人员中间都算最多的。埃贝斯 1995 年前卖掉了 6 000 万美元的股票，但是后来停止了销售，并开始积累世通公司股票。埃贝斯成为公司的多头，并密切监督他的高管，以阻止他们出售世通公司股票。据报道，他甚至解雇了出售世通公司股票的执行官。在破产时，埃贝斯也持有世通公司的股票。1999 年，埃贝斯的净资产达到了 14 亿美元，但他提出了一些有趣的对

① *Securities and Exchange Commission v. WorldCom, Inc.*, *Complaint*, p. 2.

比。虽然出生在加拿大，但后来却成为美国公民，并努力成为一名来自南方的“好孩子”，他经常穿着牛仔裤和牛仔靴工作，之后很久才学会着装轻松。埃贝斯开一辆旧皮卡车，在泳池旁闲逛，在查氏调查公司（Zagat）不会拜访的当地餐厅吃饭，并在西式铁板牛排馆（Western Sizzlin' steakhouse）边祷告边召开董事会议。他住在密西西比州，条件比较简单，在维多利亚州拥有一栋住宅，同时正建造着一栋180万美元的房屋，这比起高管们的标准算不上过分。埃贝斯在附近的一个湖上建造的小屋比较贵，但也算不得奢侈。他是所在社区的慷慨支持者，但是行事低调，在星期日去学校教书，甚至还在当地一个收留无家可归者的避难所服务。

埃贝斯这种悠闲的生活方式、在工作中的非正式着装与他拥有的一些玩物形成鲜明对比，玩物中其中包括一艘名为“收获号”（Aquasition）的130英尺游艇。埃贝斯的投资组合包括游艇制造公司和曲棍球队的所有权，他购买了上述产业并将它们搬到了密西西比州。此外，还自己出资6 600万美元购买了不列颠哥伦比亚省的道格拉斯湖牧场。牧场面积达16.4万英亩，还可以进入35万英亩的政府土地，在上面他可以放养22 000头牛。埃贝斯还购买了阿拉巴马州另外的46万英亩林地、一家货运公司、路易斯安那州的一个稻田、芝加哥的一座建筑、码头和几家汽车旅馆。埃贝斯的资产主要通过以世通公司股票为抵押的银行贷款获得。世通公司还向他提供了行政喷气机，其中包括3 000美元的湾流四飞机。

史葛·沙利文

史葛·沙利文（Scott Sullivan）被认为是埃贝斯在世通公司财务事务的助手。沙利文向华尔街提供了一个光鲜亮丽的外表，这正是埃贝斯有意避开的角色。沙利文毕业于奥斯威戈纽约州立大学（SUNY），获得会计学学士学位，并成为注册会计师。毕业后，他加入毕马威会计师事务所，并担任该公司负责通用电气公司的经理。沙利文随后跳槽到通用电气公司，在佛罗里达州的特拉斯通讯公司（Telus Communications）和高级电讯公司（Advanced Telecommunications Corp.）工作了一段时间。在世通公司收购后者后，他加入了

世通公司。沙利文通过并购MCI方面的工作成为世通的领导者，1998年他被《CFO》杂志评定获得首席财务官卓越奖。安德鲁·法斯托（Andrew Fastow）在第二年获得了这一荣誉。沙利文是1998年美国薪酬最高的首席财务官，薪酬为1 900万美元。在接下来的四年中，他总共获得了4 500万美元的补偿。他每周从位于佛罗里达州博卡拉顿的家中乘坐公司的行政喷气机前往世通公司位于密西西比州克林顿的总部。

自由式下跌

世通公司的股票在2000年初开始下跌，其余的电讯行业公司也随之下滑。2000年6月30日，该公司股价不到1年前的一半。到2000年末，世通公司的股价再下降了一半，并在2001年继续下滑。世通公司试图通过报告2001年实现利润14亿美元，2002年第一季度实现利润1.3亿美元来阻止股价下跌。但事实上，公司在这段时间正在亏钱。

随着电讯市场的崩溃，史葛·沙利文被要求向财务分析师隐瞒世通公司的实际财务状况。为了达到分析师的预期，沙利文下令将经营成本变更为资本支出以增加收益。沙利文还利用储备来增加收益超过8亿美元。退款被延迟，借以改善现金流和收益。这些做法全面掩盖了世通公司的问题，但随着安然公司丑闻达到顶峰和对世通公司问题的关注，世通公司的股价继续受压。

世通公司本有一次机会可以得救。2001年11月，威瑞森（Verizon）当时以世通公司股票市场价格的溢价40%来收购世通公司。但埃贝斯认为报价太低，并向世通公司董事会提出建议，他并不打算跟进。董事会同意了这一决定。随后，世通公司开始自己努力与一个更强大的公司合并，但是由于其会计方法不断出现问题而受到阻碍。该公司报告说SEC已经开始调查其财务报告，这进一步推动股价下跌，并将担忧提高到一个新的水平。世通公司股价下跌引起了人们的关注，担心公司高管可能很快就会被竞争对手聘用借以逃离困局。为了解决这个问题，埃贝斯在世通公司董事会的授权下，于2000年发放了2.38亿美元的留置奖金。其中，埃贝斯和沙利文每人都收到了1 000万美元。实际上，埃贝斯已经获得了3 000万美元的授权，但是他选择了较低

的金额。

埃贝斯处在危险的财务状况中，因为与花旗集团合并之前，他已经从旅行者保险公司那里借了6.79亿美元。他的债务总额约为9亿美元，全部由世通公司股票担保。市场的低迷要求他提供大笔资金以维持股票的保证金水平。埃贝斯预计每年可以从世通公司追踪股中获得200万美元的股息，但这并不足以挽救他从世通股票中获得的贷款。为了弥补这一差距，埃贝斯从世通公司借了6 100万美元，2001年世通公司对其另外1亿美元的债务进行了担保。埃贝斯继续从该公司借款，因为他的股票市值下降，所需保证金也在增加。截至2001年2月，埃贝斯欠世通公司3.74亿美元。该贷款额将会增长至4.08亿美元，且贷款条件非常优惠，利率仅为2%左右。贷款被董事会认为是正当的，因为埃贝斯出售其股票会加剧公司股价的下跌。这些贷款并没有在公司的财务报告中披露，而埃贝斯则从世通公司贷款用于个人支出，其中包括为个人住房支付180万美元，为前妻开出200万美元的支票。

埃贝斯收购了大致70家公司，并在公司股价罕见下落前将公司股价增加了7 000%，但这已经是昨天的事情了。埃贝斯于2002年4月30日被迫从世通公司辞职。他被解雇是由世通公司董事会成员宫廷政变的结果，他们对向埃贝斯提供贷款又有了另一种想法，认为他对放弃所有资产来进行担保缺乏诚意。董事会成员还认为，埃贝斯已经失去了战略方向，有时略施小计仅聚焦于削减成本，而且他忽视了客户。也许更重要的是，董事们认为华尔街对埃贝斯的领导失去信心。虽然他欠世通公司超过4亿美元，但埃贝斯还是收到了一揽子的遣散费，其中包括只要他满足贷款支付要求，每年会收到150万美元直至终身。随着公司的问题公之于众，这笔支付在国会和新闻界引起很大的愤慨。

埃贝斯辞职后不久，世通公司的信用评级被下调至垃圾债券状态。世通公司股票的价格从1999年6月30日的96.76美元的高点下降到2美元。裁员超过了20 000人。该公司改变了跟踪股票结构，将跟踪股与其普通股重组，并消除了追踪股票每年2.84亿美元的股利。2002年6月25日，公司宣布重述其收益后，丑闻爆发。世通公司承认，它不当地计算了39亿美元的成本，

使得该公司看似没有盈利，实际上是盈利了。世通公司的会计处理主要涉及将世通公司的“线路成本”降低，但同时收入有所增加。线路成本是将通信流量（语音或数据）从一个点传送到另一个点的费用。这些成本约占世通公司总支出的一半。将这些成本资本化将降低线路成本。通过使用名为“未分配公司”的账户，增加了来自非营运来源的收入，从而使满足分析师的期望所需的总收入增加。应计会计准备金被用于创造饼干罐储备，尽管这些储备最终被耗尽。在一次交易中，世通公司向樱花通讯公司（Cherry Communications）收取了2.25亿美元，樱花公司对此很有争议，但无论如何，公司已经破产了。

这些会计操纵被归咎于埃贝斯对下属施加压力来满足分析师的盈利预期：“对收入的强调遍布了每栋建筑的每个砖块”①。世通公司董事会于2002年6月25日将史葛·沙利文解雇，因为他使用的会计做法有问题。沙利文试图说服董事会他的会计处理是恰当的，并提交了一份详细阐述他论点的白皮书，但是到目前为止，他的说法也没有被考虑。该公司的股价下跌至每股9美分。沙利文出售了他大部分的世通公司股票，当时他还是公司的首席财务官，赚取了3 000万美元。

世通公司的账户虚增额还在继续增加。2002年8月8日，该公司披露，另有33亿美元被不当计量，使得虚增额总计超过70亿美元。SEC的一项调查指控，世通公司实际上将其收益误报了90亿美元，而其他人声称，这些误报高达110亿美元。世通公司也减记了高达790亿美元的资产和商誉。联邦地方法院法官说，这可能是“历史上最大的会计欺诈”。世通公司于2002年7月21日申请破产，清除了1 800亿股股东权益。世通公司从纳斯达克股票市场上被淘汰出局。

内部调查

威廉·麦克卢卡斯（William McLucas）是安然公司的审讯员，他在泰科

---

① Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of WorldCom, Inc., p. 13.

公司的调查中被淘汰出局，他被聘请到世通公司进行内部调查，担任董事会特别委员会成员。特别委员会由尼古拉斯·德布·卡岑巴赫（Nicholas deB. Katzenbach）主持，他曾在林登·约翰逊（Lyndon Johnson）当局担任总检察长。特委会聘请普华永道协助编写一份340页的报告（卡岑巴赫报告）。另一份由世通公司的破产律师理查德·桑堡（Richard Thornburgh）起草，他是又一名美国前总检察长，报告总共有118页，相对没有那么重要。这些报告对于原告律师是一场盛宴，其中一份由SEC前任主席理查德·布鲁登（Richard Breeden）编写，他在SEC行动中被联邦法院任命为公司监督员。

不清楚为什么需要三份报告。这些报告增加了不少费用，花费了不少资金，按麦克卢卡斯每小时收取715美元以及他的公司收取了总共1 300万美元来算，这些钱本可以更好地用于债权人索赔。桑堡（Thornburgh）的律师事务所柯克帕特里克和洛克哈特（Kirkpatrick & Lockhart）在报告起草中收取了800万美元。世通公司为解决麻烦，聘用律师的成本超过了5 000万美元，而花费仍在继续。公司的监督员于2004年4月宣布，他将继续工作两年来监督世通公司的公司治理，成本是每小时800美元。他在过去的21个月工作中已经收到了230万美元。破产程序中要求的这些和其他顾问总费用超过了6亿美元。

卡岑巴赫报告没有花费太多精力来叙述引起世通公司崩溃的事件。它确实注意到，埃贝斯的“以收购促增长”战略取决于世通股价的持续上涨，且埃贝斯因阻止与斯普林特公司合并而受挫。埃贝斯在这场事件中似乎很沮丧，当他失去了他的“战略方向感”时，该公司开始“随波逐流”了。[①] 世通股票价格的下跌阻止了这种策略。卡岑巴赫报告确实耗费了大量篇幅来描述世通公司高管和至少一名董事会成员滥用公司喷气机的情况。通常，这可以作为很棒的标题，但这次的揭露看上去有点平淡。

尽管如此，卡岑巴赫报告在论述埃贝斯承担责任方面却相当薄弱。报告的最佳角度是埃贝斯在表现欠佳的财报提交前于2000年9月出售了7 000万

① Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of WorldCom, Inc. , p. 49.

美元的世通股票。说服力不足的是将会计欺诈归咎于埃贝斯，因为“他是文化的根源，也是造成这种欺诈的压力源头”。[①] 据说他已经意识到“财务伎俩”正在用于满足分析师的盈利预期。埃贝斯向分析师吹嘘世通公司和公司两位数的收入增长，这方面他有过失。他也被发现紧跟世通公司“MonRev”报道。这些报道是内部报告，它总结了公司各单位的收入和公司可以用来增加收入的储备账户。这是全面披露要求又一次失败的证据。高管们不使用SEC要求的财务报告来管理业务。相反，他们使用不公开的内部生成财报。

埃贝斯参与会计操纵的唯一实质性证据是一封自苏里文（Sullivan）给他的语音邮件消息，苏里文说，会计报告中以“一次性东西或垃圾”的形式出现了“绒毛”。[②] 虽然有没有证据表明，埃贝斯曾经听过这个消息，或者“绒毛”意味着一件险恶的事情，但卡岑巴赫报告还是无法控制住将这个消息复述了两次。失踪的是那种爆炸性电子邮件，这成为每一次财务丑闻的共同部分。因为埃贝斯不喜欢使用电子邮件或电脑，尽管他是世界上最大的互联网供应商之一。卡岑巴赫报告中最令人震惊的是，埃贝斯曾经提到世通公司建立“公司行为守则”的努力是“巨大的时间浪费”。

卡岑巴赫报告对史葛·沙利文进行了深入的研究，并指出，他把他一笔奖金中的一部分用作礼物给了7名雇员，每人2万美元，因为他们曾经帮助他获得了这笔奖金。不像安德鲁·法斯托在安然的妻子，这些雇员并没有因未将这些礼物作为收入而被起诉。埃贝斯还借用了几十万美元给世通公司的高管。卡岑巴赫报告对世通公司前审计师安达信进行了再次抨击，因为安达信没有发现和阻止公司的会计操纵。谴责似乎没有任何作用，因为当报告提交时，安达信已经破产了。无论如何，批评是相当微弱的，坚称审计师“似乎错过了几个机会”来发现欺诈。[③] 卡岑巴赫报告认为世通公司的董事会存在

---

① Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of WorldCom, Inc. , p. 1.

② Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of WorldCom, Inc. , p. 15.

③ Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of WorldCom, Inc. , p. 223.

过失，即使报告承认公司拥有适当的公司治理结构，董事会拥有大多数外部董事。该报告的结论是，没有董事会成员（除了埃贝斯和沙利文之外）知道了或应该知道欺诈的存在。相反，该报告指出，如果董事会成员对公司业务发展情况更加熟悉，那么对公司的趋势有所怀疑是“可能的”。这似乎很奇怪，因为按照定义外部董事应该与他们担任董事的公司业务不相关。①

尽管索恩伯勒聘请了一名“法务”会计师来协助他，但索恩伯勒报告几乎没有增加相关内容。索恩伯勒更侧重于世通公司业务计划的失败，这似乎才是问题的真正原因。该报告追溯了在埃贝斯领导下世通公司不可思议的增长，而埃贝斯是一位在电讯行业没有经验的人士。“15 年内，它已经成为全球电信巨头，也是世界上最大的公司之一。在这样一个竞争激烈的市场上，美国企业历史上很少有公司发展如此之大，速度如此之快。”② 该公司在向 SEC 的备案中披露了其战略，索恩伯勒总结如下：

- 电信行业的竞争和资本要求将导致竞争对手合并到少数主要公司；
- 为了生存，世通公司需要快速、持续地扩大服务、客户群和设施；
- 最有效的发展手段是收购拥有理想地理位置或服务份额的现有电讯公司；
- 投资新技术对于降低边际成本，吸引客户和满足客户对更新更好服务的需求至关重要。③

索恩伯勒批评了这种做法，认为世通公司没有任何企业规划局来指导其发展，且该公司在很大限度上是依靠埃贝斯个人意志来发展的。索恩伯勒报告发现，埃贝斯通过收购创建了这个复杂的通信巨头从而“主导”了世通公司的发展。这种增长并非官方所定义的，但确实是“机会主义”，这导致了整合不同组成部分存在困难。④

埃贝斯在 15 年间率领公司从事了 60 多项收购。索恩伯勒报告指出，其

---

① Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of WorldCom, Inc. , p. 29.

② First Interim Report of Dick Thornburgh, Bankruptcy Examiner, *In re WorldCom, Inc.* , p. 9.

③ First Interim Report of Dick Thornburgh, Bankruptcy Examiner, *In re WorldCom, Inc.* , p. 11.

④ First Interim Report of Dick Thornburgh, Bankruptcy Examiner, *In re WorldCom, Inc.* , p. 6.

中一些收购是该行业中最大的收购，包括收购美俏媒体通讯公司（Metromedia Communications Corp.）和瑞思景通讯集团（Resurgens Communications Group Inc.）（12.5亿美元）及威廉姆斯科技集团有限公司（Williams Technology Group Inc.）（25亿美元）和MFS通讯公司（120亿美元）。埃贝斯将1984年的100万美元年收入增加到了1998年的170多亿美元。

索恩伯勒报告非常坦率地讨论了外部审计师的作用，在这种情况下，安达信指出，“审计不应该对财务报表的准确性提供担保”，“最终，公司的财务报告是管理层的责任”。[①] 在这方面，索恩伯勒对世通公司的管理和公司治理持批评态度，指出薪酬委员会的外部董事对世通公司租用喷气机的交易存在暧昧态度。埃贝斯的遣散费中包含了公务机使用，这令索恩伯勒感到愤怒。到目前为止，使用公司的喷气机和行政特权正在取代人们会计失败的担心。

公司监督

作为SEC采取的行动，联邦地区法院任命SEC前任主席理查德·布林登（Richard Breeden）担任世通公司监事，替政府有效控制公司。根据法院要求，布林登将作为世通公司资产的“金融监管者”，并为其他公司创造了一个公司治理模式。布林登提交了关于世通公司治理实践的150页报告。该报告的一段专门介绍了世通公司破产的实际原因，即“以有巨额泡沫的价格进行收购”并且没有良好地整合这些公司。另一个原因是“行业整体性的收入下滑”，布林登承认，这是“这是世界上普遍存在的问题，并非世通公司独有”。[②] 尽管如此，布林登还是认为，“守门人”（董事会成员，审计师和律师）应为世通公司的倒闭负有责任。

布林登在世通公司的公司治理结构处理的大面上具有政治正确性，但被证明和实施毒丸计划的步骤不一致。这些策略被许多公司的管理层用来抵御不必要的收购，巩固自身，迷惑收购者并使股东利益最大化。布林登注意到了毒丸计划的危险，但认为公司从破产中走出来时可能需要它们。他认为竞

① First Interim Report of Dick Thornburgh, Bankruptcy Examiner, *In re WorldCom, Inc.*, p. 50.

② Richard C. Breeden, "Restoring Trust," p. 20.

争对手可能试图破坏公司并以便宜的价格购买。作为对这一担忧的支撑，布林登还引用了一份报纸报道，该报道说世通公司的竞争对手“间接地”资助了一家寻求“社会正义”的“代际行动组织”——“灰豹”(Grey Panthers)，该组织向世通公司公开抗议。布林登不承认他正在试图巩固自己或挑选经理。

布林登的世界

世通公司一直拥有世界上最大的会计失败案例，在倒闭之前，该公司有一个拥有大多数外部董事的董事会。事实上，该公司的外部董事比其他大多数上市公司多。世通公司在伯纳德·埃贝斯控制时，董事会中有80%是外部董事。虽然布林登认为其中有些董事是埃贝斯的朋友和亲戚，但还有一些外部独立董事，包括乔治敦法学院院长（Georgetown Law School）朱迪思·阿伦(Judith Areen)。她在董事会和审计委员会任职，显然证明，尽管他们倡导改革，但法律教授在防止会计失败方面没有任何特别的见解。另外，在世通公司董事会任职的外部董事包括全国证券交易商协会（NASD）的前总裁戈登·麦克林（Gordon Macklin)，他负责管理世通公司股票上市交易的纳斯达克市场。但个人在监测或防止公司的会计欺诈上还是很无力。

世通公司拥有公司治理倡导者要求的所有委员会（包括审计、薪酬等），这些委员会正确地配备了外部董事。世通公司也是美国少数几家将董事会主席和首席执行官角色分离的公司之一，在安然事件后改革主义者因此感到愤怒。“世通公司拥有提名委员会和根据治理清单中提出的大多数（而不是全部）要求建立的外在形式。”[①]

布林登报告谴责了世通公司存在“权力的傲慢”，之后提出了78条“旨在作为行动蓝图”的建议[②]。他要求世通公司重组董事会，使12名成员中有11名为外部董事。布林登对外部董事可以服务的董事会数量作出限制，并将董事和审计人员的任职期限限制在十年。董事会成员被要求有义务参加一年一度的会议。董事会职位的提名必须向公司至少15%的股东征求意见。布林

① Richard C. Breeden, "Restoring Trust," p. 31.

② Richard C. Breeden, "Restoring Trust," p. 1.

登要求世通公司召开电子“全体会议”，这样股东就可以无限制地投票决议。这种投票制度至少自从古希腊公投日之后，在大多数政府单位中还没有启用。

布林登为世通公司聘请了一名“经认证欺诈审查员”担任“公司重组人员”，还聘请了一名“经认证的破产和重组会计师”担任首席财务官。布林登还创建了一个“重述小组”。显然，这意味着重述将成为企业界的永久组成部分。布林登公司还额外雇用了400名员工担任财务和会计职位。布林登将年度净收入的25%确定为股利目标，还严格限制了高管薪酬。布林登将每年向行政管理人员支付的最高金额限定为1 500万美元。遣散费也被限制；如果是首席执行官，这个限额是基本标准的3倍或1 000万美元孰高者。股票期权被禁止了五年，再次启动需经股东批准。

布林登的公司治理乌托邦唯一缺失的东西是一个柬埔寨劳教营（Cambodian reeducation camp）。他力求通过要求世通公司对员工进行敏感性教育来纠正这一缺陷，这些教育主要集中于信息充分披露和商业道德的重要性。纽约大学和弗吉尼亚大学为世通公司开发了这些课程。员工和管理人员必须签署道德守则，其中包含承诺全面披露和忠诚誓言的承诺，这些宣誓让众议院非美活动委员会（the House Un - American Activities Committee）感到非常自豪。在布林登领导下的世通公司高管们要接受道德操守培训，并且要“从高层开始统一基调”。尽管埃贝斯一直致力于从顶层树立强烈的道德基础，怀着虔诚之心召开董事会会议，并建立高度的公司治理标准，但这并没有阻止世通公司在市场低迷时走向崩溃。布林登还建议解决种族多样性问题，不是因为种族问题在世通公司的消亡中发挥了任何作用，而是因为布林登认为埃贝斯所创造的文化忽视了“尊重个人，而是强调埃贝斯及其助手发号施令并立即得到服从执行的能力”。[①]

布林登更换了世通公司的整个董事会，并聘请了迈克尔·卡佩拉斯（Michael Capellas）担任新的首席执行官，卡佩拉斯是康柏计算机公司的前首席执行官，他在康柏出售给惠普公司后担任了惠普公司的总裁直至来到世通公司。

---

① Richard C. Breeden, "Restoring Trust," p. 146.

世通公司在破产后更名为 MCI，并将其总部迁至弗吉尼亚州的阿什本。世通公司在其破产程序中提交了一项重组计划，据此，债权人将获得约 36 美分，但股东什么也收不到。一些可能遭受损失的债权人持有由以不同垃圾债券和高风险借款为基础的抵押债务，其中包含世通公司的，这些债务拥有高违约风险，也提供高收益。

包括威瑞森和 AT & T 在内的一些竞争对手都希望世通公司被破产清算，因为他们声称该公司从破产中恢复后将获得不公平的竞争优势，并大大减少债务。这次抗议失败了。当柳卡迪亚国家公司（Leucadia National Corp.）在重组后寻求购买 50% 的 MCI 股票时，一些好消息出现了，但布林登改革似乎对世通公司的复苏几乎没有影响。该公司 2004 年首季度亏损 3.88 亿美元。2004 年 5 月，公司开始裁员 7 500 人，比安然倒闭后失业的人还多出 1/3。第三季度出现了更大的灾难。MCI 注销了 35 亿美元资产后，宣布亏损 34 亿美元，该公司正在面临各州数亿美元的税款缴纳。

购买世通公司债务的“秃鹰”投资者现在拥有了该公司的很大一部分。他们要求出任董事会代表，但布林登只允许四名最大的股东代表出席董事会，并试图对其出售其股票施加限制——对股东权利而言这些限制太多了。其中两名投资者放弃了出任董事，而非接受股东权利限制。MCI 尽管建立了新的公司治理结构，但也有其他管理问题。当公司从破产恢复后几乎立即爆发了权力斗争。该公司新任总裁兼首席运营官理查德·罗斯蒂奇（Richard R. Roscitt）在工作七个月后被迫退出。他获得了 810 万美元的遣散费以及其他福利。迈克尔·卡佩拉斯接手控制公司。他获得了 2 000 万美元的薪酬福利，包括建立在 MCI 财务报表准确性和遵守道德准则基础上的奖金。

MCI 继续将董事长和首席执行官的角色分离。布林登要求的这种角色分离符合目前工作角色划分的潮流。不过，卡佩拉斯确信，他将不会受到 82 岁的新任董事长尼古拉斯·德布·卡岑巴赫的干涉。卡岑巴赫的任命直接违背了布林登关于所有董事都不能超过 75 岁的改革要求。很显然，布林登的规定不适用于退休的政府官员。卡岑巴赫，显然没有阅读过布林登的报告，坦白地说，他也承认自己太老了，不能成为董事会成员，他认为他的角色很大程

度上是被动的。

MCI的新公司治理结构不是没有成本的。重组顾问试图收取超过6亿美元的费用。任命布林登监督公司的法官在布林登同意支付2 500万美元的法律和其他专业费用前，威胁对MCI进行制裁。MCI公司继续出现了业绩问题，2004年第二季度亏损7 100万美元。尽管亏损，但该公司表示，它正计划用手头现金支付每股40美分的股息。虽然股息本应该由利润支付的，但MCI管理层认为，股息将把投资者们从公司的不断损失中吸引过来。

与安然类似

世通和安然公司的丑闻有很多相似之处。安达信都曾涉及过这两家公司。就像安然公司一样，《花花公子》杂志于2002年12月发布了“世通公司的女性”，这可能是在整个灾难中全面披露的最佳情况。世通公司里有一个会计师进行了告密，她叫辛西娅·库珀（Cynthia Cooper），2001年被《时代》杂志评选为“年度人物”，和她一起入选的还有安然公司的谢伦·沃特金斯（Sherron Watkins）。库珀在世通公司的内部审计部门工作。公司无线部门的约翰·斯图卡（John Stupka）通知她，为了提高公司收入，已经将4亿美元移出了她部门。库珀向世通公司首席财务官史葛·沙利文和公司的外部审计师安达信会计公司报告了这件事，安达信之后才因对安然公司的审计受到攻击。沙利文指示她退出，然后她向世通公司的审计委员会进行了投诉。库珀开始自己对世通公司的账簿进行调查。她在晚上工作时发现了数百万美元的会计不当记录。像安然的沃特金斯一样，库珀为公司负责人辩护，声称她不相信伯纳德·埃贝斯知道这些违法行为。

世通公司的丑闻引起了更多的国会听证会。埃贝斯和沙利文被要求在众议院金融服务委员会（the House Committee on Financial Services）前作证。委员会已经被提前通知埃贝斯和沙利文会坚持第五修正案特权，不会回答委员会成员提出的任何问题。沙利文的律师说，他的客户不需要出现在该委员会的听证会上以作出这样的要求。按照司法部规则，当律师告知客户将采取第五修正案时，在大陪审团组建之前，当事人不需要出现在听证会上。沙利文

的律师还指出，当证人明确表示将坚持第五修正案权利时，国会审查员还坚持提问是不道德的。

这一请求国会置若罔闻，国会正在上演另一场闹剧，在电视听证会上，埃贝斯和沙利文因坚持他们的第五修正案权利而受到嘲笑和打击，并且被问到了假定他们有罪的尖锐问题。埃贝斯以自己的方式做了一个长长的声明，声称他是无辜的，然后宣布他会利用第五修正案来回应他被问到的任何问题。在这个声明中，埃贝斯表示，他对在世通公司的工作感到“骄傲”，并预言“任何人都不能认定我在世通公司任职期间从事了犯罪或欺诈行为。”[①]埃贝斯要求委员会成员尊重宪法，不要提出他们明知他依据第五修正案特权可以不予回答的尖锐问题。此举使得那些带着许多明知埃贝斯不会回答的尖锐问题的委员会成员们感到震惊和愤怒。

该委员会成员藐视埃贝斯并希望他在声明中放弃使用第五修正案权利。但这一努力并没有结果，可预见的是，委员会成员将坚持第五修正案作为埃贝斯和沙利文承认罪行的一种表现，这种做法法庭从未允许检察官做过。俄亥俄州民主人士斯蒂芬妮·塔布斯·琼斯（Stephanie Tubbs Jones）告诉埃贝斯，“你刚才出现在这里的这个事实只是说明你行使了你的第五项修正案权利，但这并不能使你在受贵公司业务伤害的民众眼中看起来更好”。[②] 加州民主人士议员马克西恩·沃尔特斯（Maxine Walters）要求这种“牛仔资本主义必须马上停止”。[③]

安达信世通公司项目的合伙人梅尔文·迪克（Melvin Dick）也参与到了听证中。迪克声称，世通公司的高管向他保证，公司没有进行“顶端”记录，他们对安达信撒了谎。迪克将上市公司审计师的角色描述如下：

---

① U. S. House of Representatives, Committee on Financial Services, “Wrong Numbers: The Accounting Problems at WorldCom,” pp. 21 – 22.

② U. S. House of Representatives, Committee on Financial Services, “Wrong Numbers: The Accounting Problems at WorldCom,” p. 95.

③ U. S. House of Representatives, Committee on Financial Services, “Wrong Numbers: The Accounting Problems at WorldCom,” p. 179.

> 财务报告的基本前提是公司的财务报表，就世通公司而言这是公司管理层的责任，而不是其外部审计师的责任。
>
> 世通公司管理层应负责管理业务，监督业务会计人员，并准备准确的财务报表。确保资金项目和支出的追踪处于监督之下是管理层的责任。外部审计师的角色是审查财务报表，以确定其是否按照公认会计准则进行准备，并按照公认会计准则进行审计，这些审计准则要求审计师计划和执行……审计，以对财务报表是否没有重大错报作出合理保证。[①]

迪克继续指出，安达信已经开发了一些成熟的软件来测检测世通公司的账户，并且采用了基于风险的审计方法来关注可能发生欺诈的特定领域。这种方法依赖于评估管理层的健全性，也受到其他审计公司的欢迎，并在南方保健公司里（HealthSouth Corp.）使用，该公司正在暴露出另一个巨额的会计欺诈问题。迪克告诉委员会，令委员会失望的是，现在没有办法设计一个防止管理层行为不端的安全保障系统。迪克说，安达信1991年向世通公司收取的费用总额为1 680万美元。其中440万美元用于审计工作，其余为税额和其他服务收费。

曾经大肆推销世通公司股票的分析师杰克·格鲁布曼（Jack Grubman）被要求在世通公司的听证中作证。他曾在所罗门美邦（Salomon Smith Barney）工作（后成为花旗集团的一个单元）。格鲁布曼被认为是华尔街领先的电信分析师，他以“嘻哈的观点和有争论的研究报告”[②] 著称。“格鲁布曼建议投资者满仓世通公司股票。尽管所罗门美邦的其他分析师正在退出世通公司股票，但他在世通公司濒临破产之际还在大肆推荐该股票。

格鲁布曼卷入世通公司和其他活动使他在未来几个月成为华尔街分析师丑闻的中心。在格鲁布曼推荐的公司中，除了世通公司外，还有奎斯特公司、环球电讯、XO通讯（XO Communications）和风之星通讯（Windstar Communi-

---

① U. S. House of Representatives, Committee on Financial Services, “Wrong Numbers: The Accounting Problems at WorldCom,” p. 23.

② Mark Lander, “For Salomon, as Adviser, Millions Plus Revenge.”

cations），这些股票在股价暴跌时成为投资者的灾难。格鲁布曼在国会证词中指出，许多投资者在市场向上时按照他的建议都赚到了钱。他对没有预测到电讯业的衰退表示懊恼，但否认他做错了事情。

格鲁布曼很爽快地承认，作为一名分析师他收到了巨额资金支付，他曾参加世通公司董事会会议以协助所罗门美邦的投资银行业务。他曾就 MCI 并购和斯普林特的中止兼并事宜提供咨询意见，而这在独立分析师中并非常态。尽管如此，格鲁布曼向国会保证，他在发表的分析报告中没有使用世通公司的任何内部信息。格鲁布曼进一步声称，他作为分析师的角色取决于他的声誉，所以他并没有让他所在公司获得投资银行业务的利益干扰他作为分析师的独立性。他指出，一家独立的研究公司已经在世通破产前一直推荐买入。索恩伯勒报告还指出，1996 年至 2002 年，共有 61 个不同公司的 884 名分析师对世通公司进行分析，但无一发现了公司存在的会计问题。

格鲁布曼谴责股市已经变得“短期导向”的事实：

> 广泛地讲，这个市场不仅仅只有华尔街的公司，还有互助基金、养老基金和基金管理者，他们每季度都要接受排名，比如晨星（Morningstar），所有这些人都对基金进行排名。所以压力贯穿了供应链的上上下下……但是，对于华尔街而言，每季度进进出出排行榜的压力并没有停止。它一直贯穿在管理钱的基金经理手中，并且每个角落的每个客户每季度都施加更大的压力。所以这是一个大问题。[1]

格鲁布曼还试图将指责转向审计人员，声称分析师们依赖于审计的财务报表：“我们的判断和公开声明的一样好”。[2] 这对于国会议员而言都快神经错乱了，因为格鲁布曼将问题踢给了审计师，而审计师又将问题踢给了埃贝斯和沙利文，他们采用了第五修正案。来自马萨诸塞州的民主党代表迈克尔·卡波诺（Michael Capuano）表示：

---

① U. S. House of Representatives, Committee on Financial Services, “Wrong Numbers,” pp. 62 – 63.

② U. S. House of Representatives, Committee on Financial Services, “Wrong Numbers,” p. 25.

如果这不是真的，我真的认为这对周一下午的电视来说是很好的题材。这是我听过的最糟糕的肥皂剧。唯一不幸的是它是真实的。

我们有17 000名下岗职工，在退休金体系中可能有10万人正在亏损，更不用说投资这个公司的其他数百万人。

我们有一名首席财务官，据报道，做了约40亿美元的假账，这是任何知道101会计准则的人都知道避免的。

我们有一名首席执行官，他不了解在他数十亿美元的公司里，都在发生些什么。我猜想他知道的只是如何从公司里借款4亿美元。

我们有一个无法审计的审计师，不知何故，他错过了这个简单的40亿美元的假账。

而且我们有一个独立的分析师，但他既不独立也不是一个非常好的分析师。显然，你不分析任何东西。你只听审计师说什么，而审计师只听首席财务官说什么。①

诉讼

索恩伯勒、卡岑巴赫和布林登提交的报告进一步削弱了对世通公司的信心，并为针对该公司提出的众多集体诉讼中提供了大量素材。普遍的怀疑导致了诉讼，包括加利福尼亚州教师退休计划（California State Teachers' Retirement System），它将向律师提供奖金，只要能从世通公司高管那里追回个人资产。加利福尼亚州公务员退休计划（Calpers）也宣称世通公司破产带来的损失为5.65亿美元。阿拉巴马州的养老金系统也损失了11亿美元，而损失了3亿美元的纽约退休金系统则提出了250多页的指控，吸引了无数眼球。

在第401（k）条账户中持有该公司股票的世通公司员工也起诉了世通公司，埃贝斯和沙利文声称他们鼓励员工持有世通公司股票，而当时埃贝斯和沙利文已经知道由于不当会计处理，公司股票被高估了。该诉讼中的被告同意支付5 100万美元来偿付这些索赔，其中大部分由世通公司的保单支付。联

① U. S. House of Representatives, Committee on Financial Services, "Wrong Numbers," p. 97.

邦地方法院法官对世通公司401（k）计划受托人美林公司提起了诉讼。但法庭裁定，美林公司没有义务通知员工从其401（k）个账户中出售世通公司股票。世通公司的银行也正在被起诉，AT & T声称，世通公司通过不当的会计处理和费用欺诈了自己及其他电信公司。2003年5月20日，世通公司，随后更名为MCI，同意支付7.5亿美元，以和解SEC对该机构会计处理不当的指控，这是该机构历史上最大的和解。这笔资金本是作为补偿归还给前股东的，但现在不得不从债权人那里扣除，从而减少了他们从破产中获得的权利。

来自14个州的州总检察长正计划就逃税进行起诉，他们声称世通公司操纵其账户以逃税。这些税收计划由毕马威会计师事务所设计，后者取代安达信担任世通公司的审计师。总检察长请求让毕马威公司辞任世通公司的审计师，但破产法官否认了该项议案。各州正在要求毕马威放弃其为世通公司工作收取的1.62亿美元。

其他刑事指控

联邦检察官下令逮捕公司控制人史葛·沙利文和大卫·迈尔斯（David F. Myers）。他们在羁押后分别以1 000万美元和200万美元获得保释。迈尔斯不久之后认罪，声称他被“高级管理人员”指示更改公司记录。迈尔斯被判处一年徒刑。另外一名世通公司员工，总会计主管小比德弗·耶茨（Buford Yates Jr.）承认伪造账户，声称这样做的指示来自公司的最高层。世通公司的另外两名会计师贝蒂·文森（Betty Vinson）和特洛·伊诺曼德（Troy Normand,）也认罪。文森被判处监禁5个月，诺尔森为3年。

政府指控，从2001年第一季度收入下降开始，被告将世通公司线路成本的会计处理从营业费用改为资本支出。员工将这些操作称为“缩小差距”。被告还利用公司的储备账户通过记入这些费用和借记储备金来降低线路成本。起诉书指控，这种操纵是为了满足分析师的期望，并为管理层“引导”这些分析师提供支撑。进入储备账户的记录使2000年第三季度的线路成本减少了8.28亿美元，第四季度减少了4.07亿美元。截至2001年第一季度末，转换成资本成本的线路成本共计38亿美元。总体来说，这些记录使公司报告的收

入增加了50亿美元。政府指责沙利文和其他世界通信公司的高管们向安达信掩盖这些顶端机密。

埃贝斯成为艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）的“罗圈”诉讼的目标，其中涉及首次公开发行（IPO）股票的分配，这是所罗门美邦为获得投资银行业务向电信公司管理人员提出的热点问题。杰克·格鲁布曼（Grubman）向埃贝斯提供了由所罗门美邦承销的热门IPO股票，以便埃贝斯将投资银行业务给予格鲁布曼。1996年至2000年，格鲁布曼向埃贝斯提供了超过80万股的热门IPO股票，埃贝斯获利超过1 100万美元。分配给埃贝斯的股票分别是奎斯特通讯和特里金特公司。另一个盈利的股票是节奏互联公司（Rhythms Net-Connections），该股票给安然造成了很大的麻烦。作为回报，世通公司使用所罗门美邦的投资银行服务来收购MCI。世通公司在成功完成合并后，向该投资银行支付了3 250万美元。在埃贝斯收到21个IPO股票期间，所罗门美邦从世通公司收到了1.07亿美元的投资银行费用。

2003年8月，俄克拉荷马州总检察长德鲁·埃德蒙森（W. A. Drew Edmonson）对世通公司和六名前高管违反州证券法规的行为提起刑事诉讼，声称国家养老基金在其对世通公司股票的投资中损失了6 400万美元。被告包括埃贝斯和沙利文。他们以保释金50 000美元获释。这可能会威胁到联邦检察官起诉埃贝斯的能力，因此俄克拉荷马州总检察长撤销了对他的指控，但威胁在联邦检察官提起指控并为联邦政府采取行动设定期限后会再次起诉。

俄克拉荷马州的行动增加了公司高管在50个州都遭到起诉的危险，就是在俄克拉荷马州这个案子中，州与公司之间也只是有间接关系。破产后，世通公司同意在未来起诉埃贝斯和其他高管的时候进行合作，以此来与俄克拉荷马州和解。该公司进一步同意未来十年内在俄克拉荷马州创造1 600个工作岗位。纽约大学法学教授史蒂芬·吉勒斯（Stephen Gillers），为安达信的南希·坦普尔进行辩护，声称俄克拉荷马州的和解是滥用司法制度，因为“刑法并不意味着可以应用经济杠杆”。[1] 然而，这样和解无疑会成为其他律师的

---

[1] Shawn Young, “MCI Restatement Drops $ 74.4 Billion.”

选择。

联邦地方法院拒绝驳回针对安达信在世通公司审计中存在诈骗的集体诉讼。安达信破产了，但这并没有阻止纽约州共同退休基金对该会计师事务所在世通公司的审计工作继续提出集体诉讼要求。经过五个星期的审判，安达信同意支付6 500万美元来偿付这些索赔。对两名审计合伙人梅尔文·迪克（Melvin Dick）和马克·斯高比特（Mark Schoppet）的索赔被驳回。这个集体诉讼是由代表纽约州共同退休基金的纽约州审计长艾伦·赫维西（Alan G. Hevesi）带领提出的，该基金声称因为安达信没有透露世通公司线路成本的会计处理而使其受骗。该养老基金在审判中辩称，由于世通公司众多的收购和账单体系，它被归类为最高风险的客户，安达信应该更加警惕。集体诉讼律师使用专业演员来描绘史葛·沙利文，他们被允许这么做，因为沙利文在审判中坚持申请使用第五修正案特权。该演员向陪审团念诵沙利文在刑事审判中的证词摘录。由于格鲁布曼的活动，花旗集团被认定为该诉讼中的被告，并同意用惊人的25.8亿美元来偿付这些索赔，其中1.145亿美元用于支付律师费。摩根大通在集体诉讼即将开始前，再次支付了20亿美元来和解，比之前解决时多了6.3亿美元。美国银行（Bank of America）针对同一起诉支付了4.6亿美元来和解。雷曼兄弟（Lehman Brothers）支付了6 270万美元，瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse First Boston）、高盛（Goldman Sachs）和瑞士银行（UBS）每家支付了1 250万美元来避免陪审团对大公司，特别是对华尔街公司的勒索。荷兰银行控股公司（ABN Amro Holding NV）、三菱证券国际公司（Mitsubishi Securities International）、瑞穗国际（Mizuho International）和法国巴黎银行证券公司（BNP Paribas Securities Corp.）支付了另外的4.28亿美元。这些投资银行被指控在承销世通公司债券之前未对共识财务状况进行调查。

世通公司的10名董事同意支付5 400万美元来和解对其没有履行监督公司财务的责任的起诉。纽约共同退休基金的赫维西（Hevesi）坚持认为，这些董事应该从其个人资金中支付1 800万美元，这只占其总资产净值的20%。其余的由管理人员和董事的保险单支付。在其他被告反对协议中限制董事责

任的条款后，联邦法官驳回了该和解安排。但世通公司的11名董事同意从自己的资金中支付2 000万美元。世通公司董事会前任主席伯特·罗伯茨（Bert Roberts）从他自己的资金中再贡献了450万美元。保险公司为世通公司的董事及高级管理人员们再支付了额外的3 600万美元。评论家指出，有能力的外部董事现在有强烈的动机不接受这样的职位，或坚持更高的报酬来弥补这一新风险。纽约的一份报纸也透露，在和解之后，赫维西接受了侵权律师的大量竞选资助。在亚拉巴马退休计划（Retirement Systems of Alabama）采取的单独行动中，花旗集团、摩根大通和美国银行同意支付1.11亿美元进行和解，亚拉巴马退休计划称世通公司的破产使自己损失了1.65亿美元。

埃贝斯的起诉书

联邦政府在起诉伯纳德·埃贝斯（Benard Ebbers）方面进程缓慢，在等待了两年后，他最后在玛莎·斯图尔特（Martha Stewart）的审讯中遭到控告。埃贝斯曾向他的教区居民保证说："你去教堂的时候不能带着欺骗"，而美国总检察长约翰·阿什克罗夫特（John Ashcroft）则不这样认为。阿什克罗夫特于2004年3月2日亲自向曼哈顿的联邦当局宣布了对埃贝斯的起诉书。由于世通公司和埃贝斯在有关行为发生时总部设在密西西比州，所以起诉地有点奇怪。不过，在谁应该起诉案件这件事情上，密西西比州和曼哈顿的检察官办公室发生了争执。显然，司法部担心，埃贝斯在密西西比州仍然受到欢迎，且那里的检察官没有专门的技术知识来处理这件事。检察官有先见之明。正如将会看到的那样，对于南方保健公司的主要负责人理查德·斯克鲁士（Richard Scrushy）的起诉在亚拉巴马举行，而非纽约。

埃贝斯被起诉后不久，史葛·沙利文同意认罪，并对埃贝斯的指控作证。虽然他曾经声称埃贝斯不了解会计操纵，但沙利文改变了他的说法来达成和解，以减少他的判刑。沙利文与SEC达成和解，同意终身不再担任上市公司的高级管理人员或董事。埃贝斯认罪，并以1 000万美元的保释金获释。联邦检察官于2004年5月对埃贝斯提起了追究，声称他对SEC提供虚假申报材料。

世通公司的前首席财务官史葛·沙利文是指控埃贝斯的主要证人。对埃贝斯的审判开始于沙利文声称，他亲自通知了埃贝斯存在欺诈问题。沙利文进一步作证说，埃贝斯拒绝了威瑞森的收购要约，因为他担心世通公司的持续会计欺诈将在这种收购所需的尽职调查调查中被发现。有点讽刺的是，当沙利文在法庭上提出此证词后，威瑞森再次尝试收购 MCI。兼并将使 MCI 的首席执行官迈克尔·卡佩拉斯（Michael Capellas）在新的政治正确架构下获得 2 200 万美元的奖金，即使公司在他的领导下收入大幅下降。

沙利文还有一些其他爆料，其中包括一些世通董事会成员在董事会会议期间睡着了，但在案件结束时，对埃贝斯的证据只有沙利文对埃贝斯的指责。这些指控根本没有或少有证据来支撑，但埃贝斯的律师指责史葛·沙利文为了减刑，以交易方式换取对埃贝斯的指控。他们还聚焦于沙利文对婚姻不忠，并长期和频繁使用可卡因和大麻。

埃贝斯叫辛西娅·库珀作证。库珀是第一个打破案件的告密者。库珀证实，世通公司的审计师安达信律师事务所已经签署了声明并已经批准管理层对其账户的处理。辩方认为，如果会计师没有发现任何问题，那么非会计专业的埃贝斯也无法这样做。库珀还证实，沙利文对她说："我想说明这是我的想法，我对此负责。"库珀还为埃贝斯提供了进一步的支持，指出沙利文下令删除交给审计委员会的不利信息，埃贝斯告诉她"告诉审计委员会你需要告诉他们的内容"。世通公司董事会贝尔·罗伯茨（Bert Roberts）随后证实，史葛·沙利文在被解雇之前表示埃贝斯不知道进行了不当的会计记录。

埃贝斯令人惊讶地站了出来。他把自己描绘成一个依靠自我成功的自塑之人，他大学读的是体育专业，对财务根本不了解。尽管事实上他是世界上最大电信公司之一的负责人，但埃贝斯作证说："我知道我有不知道的东西…… 到今天我都不了解技术问题。我不了解财务和会计。"埃贝斯说，他的角色是一个教练，他在大学里受过这样的训练。"我一直认为我是一个很好的教练，训练和监督销售人员，营销人员真的像教练。"埃贝斯说："我不知道有这样线路成本资本化这种说法。"他否认了沙利文的指控，认为如果沙利文告诉他存在欺诈，"我们今天都不用在这里了"。

埃贝斯作证说，他被迫离开公司后不久，用最后一笔现金购买了300万股世通公司股票。他的律师里德·万家顿（Reid H. Weingarten）认为，如果埃贝斯知道欺诈行为，他就不会作出这样的投资，因为他知道他的继任者会发现欺诈行为。在结束辩论时，检察官称埃贝斯“骗子”来回应，并嘲笑他的姿态像一个乡村男孩，他将公司的会计和日常管理丢给了他人。他们认为，埃贝斯决定砍掉员工的免费咖啡以节省400万美元，这说明他不太可能没有意识到沙利文对世通公司账户的大量操纵。埃贝斯作证说，砍掉免费咖啡的决定是由世通公司一个削减成本的工作组作出的。

分配到该案的联邦法官芭芭拉·琼斯（Barbara S. Jones）向陪审员指出他们不需要发现埃贝斯自己犯下的欺诈行为，只要表明他“故意闭上眼睛以忽视那些本来应该看到的东西”就行，且这些“直接证据”并不要求显示埃贝斯有罪。这完全符合政府的观点，因为埃贝斯本应当意识到沙利文的操纵行为仅仅是因为它们的规模庞大，这种说法忽视了没有其他高级管理人员或董事会成员怀疑过沙利文的欺诈行为。通过拒绝给予证人豁免权，法官进一步削弱了埃贝斯的防线，这些证人害怕为埃贝斯作证后会成为司法部的调查目标。这也是司法部用来为安达信定罪的策略。在这件事情上，审判委员会用了八天的时间来深思熟虑，之后陪审团对埃贝斯所有的罪名进行了定罪。陪审团成员声称，埃贝斯的证言是种自我伤害，他们对沙利文的证言倒不是很重视。相反，他们的结论是，即使没有证据，会计操作金额如此巨大，埃贝斯也是应该知道的。陪审员还重点研究了沙利文的证词调整，这些调整在发给埃贝斯的文件中有所披露。

埃贝斯63岁并患有心脏病。不过，政府检察官对他提出终身监禁的要求，这通常是为杀人犯预留的命运。法官芭芭拉·琼斯无法抗拒舆论，将埃贝斯判处25年徒刑，尽管她承认这可能是一生的判决。埃贝斯也丧失了剩余的资产。这些资产下降到相当微不足道的4 000万美元。对埃贝斯的判决显然是因为对安然、世通公司和其他金融丑闻的彻底失望。在埃贝斯被判刑后的几周内，也开始考虑对艾哈迈德·雷萨姆（Ahmed Ressam）实施监禁。雷萨姆在加拿大边界被拦截时有人在他的汽车后备箱里发现有一百磅炸药，他计

划用来炸毁洛杉矶机场以纪念新千年的开始。雷沙姆参加了位于阿富汗的乌萨马·本·拉丹（Osama bin Laden）的恐怖主义训练营。雷沙姆被捕后，拒绝与政府合作指认帮助他进行大规模谋杀的恐怖分子。然而，雷沙姆被判监禁22年，他将在14年后才能获得假释资格。考虑到雷萨姆38岁的年龄和健康状况，对他判决的实际效果可能还不及给予埃贝斯的1/3。

如果需要进一步证明对埃贝斯的判决是多么的武断，史葛·沙利文能提供这些证据。琼斯法官判处沙利文五年监禁，尽管她的结论是他是世通公司会计操纵的“建筑师”，也是欺诈的“日常负责人”。沙利文在判刑时是43岁，比埃贝斯年轻20岁。法官认为，对沙利文相对较轻的判罚是有道理的，因为他作证指控埃贝斯，他最多在欺诈中扮演被动角色，这更加印证了埃贝斯有罪。

更多的问题

2004年3月，世通公司（现在的MCI）出现了更多会计问题。MCI再次重述了世通公司的账务，将2000年至2001年的税前收入耸人听闻地减少了744亿美元。这使得公司声称的2000年利润46亿美元变为损失489亿美元。2001年声称的21亿美元利润被变为156亿美元的亏损。许多被重述的资产是价值下降的资产，但有近110亿美元重述是因为欺诈性会计不正确地削减了开支。2004年10月，MCI注销了另外35亿美元的资产。

SEC调查了世通公司债权人委员会成员在破产程序中是否存在信息内部使用不当行为，债委会成员包括蓝河有限责任公司（Blue River LLC）。MCI被指控欺诈其他运营商以规避支付网络接入费。更糟糕的消息还在接踵而至。2004年第四季度，MCI公司亏损3 200万美元，收入下降10%。两个月后，该公司对亏损进行了重述，亏损增加到1.45亿美元。尽管布林登进行了改革，但MCI宣布已经发现财务控制中的另一个弱点。MCI的审计师毕马威也对公司的财务控制表示了负面的看法，这是作为世通公司倒闭的直接后果由国会施加的。MCI进一步披露，预计2005年的收益将会进一步下降。随后，MCI在破产后出售的价值少于市值。

第3节 娱乐业和其他行业的会计问题

美国在线时代华纳

会计问题在整个经济中蔓延。美国在线时代华纳（AOL Time Warner）有一些特别麻烦的问题。美国在线（America Online）2000年收购了时代华纳（Time Warner），创建了世界上最大的媒体公司。当时，时代华纳承担了超过150亿美元的债务，公司的财务状况非常复杂，以致其向SEC提交的年度财务报告已经长达900页。虽然并购最初在新闻界被描绘为“世纪交易”，但并购并不成功。时代华纳在杰拉德·莱文（Gerald Levin）的领导下苦苦挣扎，其在1995年收购了特德特纳（Ted Turner）的特纳通讯公司（Turner Communications），该公司也拥有CNN，这次收购被证明是又一次失败。特纳是一位经历丰富的冒险家和水手，他获得了足够多的时代华纳股票，以致使他成为一个奇怪的亿万富豪。

时代华纳似乎没有机会在与美国在线合并之前参与到新的互联网经济中。相比之下，1997年至1998年美国在线的股价从2美元暴涨至40美元。美国在线有超过2 000名员工是百万富翁，其中4名高管的身价超过6.5亿美元，史蒂夫·凯斯（Steve Case）以超过15亿美元的身价位居第一。美国在线虽然在经营规模上是一家较小公司，但其市值几乎是时代华纳的两倍。美国在线同意用价值1 120亿美元股票换股的方式收购时代华纳。合并被推迟了一年，而司法部则考虑了其对反垄断的影响。这笔交易将特德特纳股票的价值从70亿美元推高到100亿美元。随着经济衰退，这一价值将很快下降到不到20亿美元。美国在线因为泡沫破灭而受到特别打击。其广告收入下降，因互联网接入服务竞争而导致用户数量也下降。这一下降导致了美国在线时代华纳资产的大幅减记。

商誉

企业合并中的财务问题多年来一直是将合并实体的会计合并处理，有两

种方法可采用——购买法和权益合并法。按照购买法，超出被收购实体资产账面价值支付的溢价被视为商誉，要求作为获得收益的费用在最长不超过40年的时间内进行摊销。这种方法会产生减少收益的效果。在权益合并的另一种方法下，将两家合并公司的资产负债表合并计算出账面价值，既没有确认商誉的溢价，也没有收益减少或摊销。这使得对于想要提高股价的公司而言，权益合并法更为理想，但这种方法被批评为扭曲新公司的实际情况。

20世纪70年代，SEC试图要求使用购买法，但是由于未能使用适当的程序而在法庭上受到质疑。SEC在继续努力，会计行业的美国财务会计准则委员会（FASB）1999年提出，应该取消权益合并法而采用购买法。FASB进一步提出，购买法下商誉摊销的最高期限应减少至20年。这一提案引发了一场争议，FASB则要求2001年6月30日以后的并购应在会计处理中取消权益合并法。这个变化确认了资产负债表中的商誉，但解除了对并购商誉在一定年限进行摊销的要求。不过，如果有必要，商誉必须每年或更频繁地进行检查，如果发现有价值降低，则减记收入。这意味着不成功的合并往往必须通过减记来确认。

FASB的新规则对遭受经济衰退影响的几家公司造成了灾难性后果，重新出现了“大浴场”现象。世通公司和奎斯特通讯公司被迫大量注销商誉。北电网络（Nortel Networks）和JDS单相公司（JDS Uniphase Corp.）共同减记了数十亿美元的合并商誉。美国在线和时代华纳合并也被证明并不成功，FASB规则迫使公司在2001年宣布，其将对2002年的收入计提540亿美元的惊人费用。

篡改账务

合并后，杰拉德·莱文（Gerald Levin）和史蒂夫·凯斯（Steve Case）为美国在线时代华纳的两位主要负责人。两人都致力于提高企业价值并维护公众信任，但这并没有阻止会计欺诈或在两个目标之间的相互残杀。在时代华纳合并之前，美国在线正在篡改账务。为了满足分析师的预期并继续保持股价上涨，美国在线多次通过会计操纵来操纵其财务账户。除此之外，美国在

线与苦苦挣扎的互联网公司达成了长期协议，使美国在线能够立即增加现金，同时掩盖业务下滑。美国在线的高级行政人员与在线家具（Homestore. com）进行了往返交易，腾达是该公司最大的股东。这些往返交易使得在线家居收入增加。美国在线是这种交易的互惠受益人。在线购买公司（PurchasePro. com Inc.）的执行长杰弗里·安德森（Jeffrey R. Anderson）因在2000年第四季度不当地将美国在线收入提高了1 500万美元的交易而承认犯有违反证券法的行为。另一位执行官斯科特·米勒（Scott Miller）承认因摧毁与政府调查相关的文件而受到司法指控，这在现在是面对会计调查的常见反应。随后，另外两名美国在线业务的高管和在线购买公司的四名高管也因此被起诉。在被起诉的人中，小查尔斯·约翰逊（Charles "Junior" Johnson）是在线购买公司的前首席执行官。由于该公司股价暴涨，他的财富已经增加到10亿美元，但随着市场崩溃，他的资产价值一路下跌，将他自己的500万美元也全部亏损了。

美国在线还参与其他操纵。它将目前的涉及向潜在客户发送CD磁盘的营销费用，处理为资产而不是费用。这具有有利的短期效应，但将这些成本推迟到了未来几年。为了避免这个问题，美国在线就一次性注销了3.85亿美元。美国在线为一拍公司（eBay Inc.）出售广告，并将其收入作为自己的收入。为了加快广告收入的增长，该公司在电脑节目中插入本应该更在长时间内播放的广告，因为这些广告收入与美国在线发送的广告数量相关。在一次交易中，美国在线同意为温布利PLC（Wembley PLC）解决价值2 800万美元的仲裁裁决，要求该公司为其24只狗（24dogs. com）网站购买了2 300万美元的广告，该网站的用户可以在灰狗比赛中进行赌博。美国在线为了获得即时收入，在其订阅者中铺天盖地地播放这些比赛的广告。

SEC指控美国在线在2000年通过推迟广告费用来扭曲账户记录。公司通过同意暂停和停止接受订单来和解。美国在线于2002年宣布重述账户，将收入减少了1.9亿美元，另有4亿美元也存在疑问。对于美国在线时代华纳不得不面对股市和经济下滑的影响，这些问题看起来似乎很小，2001年该公司回购13亿美元的自有股票使情况进一步恶化。在回购期间，美国在线时代华

纳的高管出售了该公司超过 5 亿美元的股票，这些股票在下半年价格大幅下降。美国在线时代华纳宣布不能满足分析师对第三季度的盈利预测，将股价进一步推向了自由下跌，此时价格下跌至 5 月价格的一半。

会计问题扩展

美国在线时代华纳的债务水平达到 280 亿美元，收入持续下滑。更糟的消息还在后面。《华盛顿邮报》在 2002 年 7 月曝光了美国在线的财务会计诡计后，美国在线时代华纳的股票进一步下跌。该公司股价较上年下跌 85%，超过 2 000 亿股票市值蒸发。该公司在 2003 年更名为“时代华纳”，从其名字中消除了美国在线的名字。《纽约时报》称此次合并是“企业历史上最大的失误之一”①。2005 年 8 月，时代华纳同意以 24 亿美元对股东的集体诉讼进行和解。该诉讼由明尼苏达州立投资委员会提出，该委员会管理该州公职人员的养老基金。时代华纳还预留了 6 亿美元，用于解决这一失败引发的其他索赔。

特德・特纳辞去了公司副主席职务。他的个人净值在 2001 年下降了 50 亿美元，很快就低于 20 亿美元，使他难以兑现对联合国 10 亿美元的承诺。特纳开了餐饮连锁店，叫作特德的蒙大拿烧烤餐厅，他希望这能让他实现这个承诺。这是家专门售卖牛肉汉堡的餐厅。美国在线时代华纳的主要负责人之一，杰拉德・莱文在公司倒台的时候获得了 1.48 亿美元。另外一位负责人史蒂夫・凯斯收到 1.28 亿美元。不过，由于该公司的股价下跌了一半，使他跌出了亿万富豪俱乐部，个人净值只有 6 亿美元。

美国在线时代华纳在 2002 年第四季度公布了 450 亿美元的亏损。该公司 2002 年的亏损总额为 987 亿美元，这是美国历史上最大的损失。该公司开始出售资产，包括以 12 亿美元的价格向维亚康姆（Viacom）出售喜剧中心（Comedy Central）50% 的所有权，以 26 亿美元的价格向小爱德华・布朗夫曼（Edward Bronfman Jr.）带领的一批投资者出售华纳音乐集团（Warner Music

① Editorial, "The Time Warner Shuffle," *New York Times*, July 20, 2002.

Group)。会计问题在持续。时代华纳在2004年对欧洲的美国在线单元进行了会计实务的内部调查。该公司于2004年11月宣布，从美国在线会计问题的成本中预留5亿美元，并对2000年和2001年的结果进行更多重述。时代华纳与司法部达成了关于对其会计问题进行延期起诉的协议，并同意支付2.1亿美元。该公司还同意重述其2001年至2002年的账户，总额达4.3亿美元，并聘请独立审查员审查1999年至2002年各种其他交易的会计处理。

时代华纳以3亿美元的价格与SEC对其会计指控达成了和解，这个罚金仅次于世通公司支付的7.5亿美元。SEC指控，该公司夸大了在线广告收入和美国在线服务的订阅者数量。SEC指出，互联网相关领域的股价在2000年急剧下降，因为在线广告下降，订阅量下降。为了抵消这个影响，美国在线使用欺诈性的大宗销售和往返交易来增加其在线广告收入。SEC还指责时代华纳从事这种和其他会计欺诈行为违反了先前暂停和停止订单的要求。首席财务官韦恩·佩斯（Wayne Pace）和其他两名高管都遭遇了暂停或停止已批准交易的订单，但与其他公司高管的命运不同，他们被允许保留工作。美国在线的工程师杰森·斯马瑟（Jason Smathers）在一个单独的案子中，承认窃取了9 200万个用户名，他将这些用户名出售给了垃圾邮件发送者，然后向这些用户发送了大约有70亿条无用信息。

维旺迪公司

法国娱乐公司维旺迪环球SA（Vivendi Universal SA）在2001年宣布亏损130亿美元，之后2002年亏损250亿美元，突破了法国电信（France Telecom）亏损的230亿美元记录。维旺迪在美国财务会计准则委员会更改其兼并会计规则后，以企业商誉的形式记录了超过120亿美元的资产。维旺迪在倒闭前由安达信审计。

维旺迪开始时是一家法国的水资源及污水处理公司，接着被命名为Généraledes Eaux，之后在董事长让-玛丽·梅西耶（Jean-Marie Messier）进行了一系列收购后成为全球多媒体集团。他最大的收购是施格兰（Seagrams），该公司旗下拥有环球影城。维旺迪为此收购花费了420亿美元，

另外花费500亿美元收购了其他3 000家公司。这次收购令维旺迪在娱乐领域仅次于美国在线时代华纳（AOL Time Warner），并成为法国最大的私营部门雇主。其持股的公司包括欧洲付费电视公司卡纳尔加（Canal Plus）和以22亿美元收购的美国出版社霍顿·米夫林（Houghton Mifflin）。维旺迪环球采用美国会计方法后在纽约证券交易所（NYSE）上市，梅西耶成为纽约证券交易所董事会的成员之一，但更多的丑闻正在酝酿中。

由于他的收购狂热，梅西耶已经成为法国的图标和国际社会人物。如果需要证明，他也能证明管理人员的挥霍无度是没有上限的。维旺迪为其高管配备了一系列飞机，包括四艘湾流喷气机和一架配有淋浴的空中巴士A319。梅西耶在公司花费了1 750万美元的曼哈顿公寓内消磨了大部分时间，该公寓装修还算温和，只额外花了另外300万美元。该公司还在伦敦为梅西耶安排了住所，在法国为其安排了包括微型雨林的城堡。

维旺迪的问题

当市场低迷使得维旺迪股价也走低时，公司开始通过股票回购和会计操纵这一常用的方法来支撑股价。梅西耶曾经为维旺迪花费了大约110亿美元的急需资金来进行股票回购，但股票市值仍然下降了60亿美元。维旺迪出售了2 300万股的看跌期权，进一步亏损了10亿美元。2002年4月24日，维旺迪股东非常罕见地拒绝了向公司高管授予价值20亿美元期权的建议，这在任何上市公司都很罕见。梅西耶尴尬地声称，投票是由维旺迪的电子代理投票系统故障或黑客渗透造成的，该系统使用远程手持设备。这个说法太过随意了，使得梅西耶已经受损的信誉被再次削弱了。

梅西耶于2002年7月被迫离开维旺迪。他获得了价值超过2 300万美元（含利息2 500万美元）的离职补偿。公司的新管理层拒绝遵守协议，但仲裁员下令强制执行。新的管理层还发现公司的债务被低估了，高达370亿美元，比公开披露的高出80亿美元。法国警方于2002年12月突击搜查其办事处后，公司的问题继续蔓延。董事会成员的房屋和办公室也被搜查。证券交易委员会（The Commission des Opérations de Bourse，后来更名为金融市场管理局）

在法国的职能等同于SEC在美国的职能，它开始了调查。梅西耶被法国当局拘留，在调查中由法官询问维迪旺的会计操纵和内幕交易。梅西耶和维旺迪同意支付134万美元来和解发布误导性财务信息的指控，这些信息后来交给金融市场管理局。

梅西耶用5 000万美元和解了SEC的案件。SEC强制他在诉讼中放弃他在离开维旺迪前谈判达成的2 500万美元遣散费，这个费用已被仲裁员下令强制执行。SEC根据安然公司倒闭后通过的新立法采取了这一行动。梅西耶被禁止担任美国上市公司的高管或董事十年。SEC的诉讼指控，维旺迪和梅耶尔隐瞒了公司的现金流量和流动性问题，使用储备账户来实现盈利目标，并没有披露各种财务承诺。

维旺迪在2004年上半年亏损22.8亿美元，但公司似乎正在复苏中。该公司将娱乐产业的80%出售给通用电气，通用电气将这些产业与NBC业务相联合。

南方保健公司

2003年3月司法部对位于阿拉巴马州伯明翰的南方保健公司办公室突袭后，全面披露丑闻又开始了。南方保健是全国最大的门诊手术、诊断成像和康复服务提供商之一，在1 800多个地点经营，报告收入达40亿美元。该公司不当记录了约27亿美元的资产和收益。南方保健的17名高管对这种大规模会计欺诈行为带来的各种指控认罪。公司15年间的5名首席财务官都被认定为有罪。3名行政人员对公司财务报表的准确性提出虚假誓言，这是适用安然公司后通过新立法的首次起诉。司法部对5名认罪被告的判决提出上诉，声称法官过于宽大。

1996年至2002年，南方保健公司通过股票期权向创始人兼董事长理查德·斯克鲁西（Richard Scrushy）支付了2.6亿美元。从阿拉巴马州伯明翰大学（the University of Alabama's Birmingham）校园获得呼吸治疗学学位之后，斯克鲁西从加油站服务员开始了他的职业生涯。据说他是一个控制怪胎，雇用了武装的私人保镖和侦探来监督员工。该公司的办公室进行了电视监控；员

工的电子邮件被审查，他们的手机也被窃听。南方保健保留了七架可用于斯克鲁西使用的公司飞机。他使用公司资金进行个人风险投资，其中包括100万美元资金投向“第三阶段乐队，也是他希望将成为下一个‘真命天女’团队的女子乐队”。[①] 当25万份南方保健公司的股票期权被授予索尼唱片公司（Sony Records）的托尼·莫托拉（Tony Mottola）后，莫托拉向乐队提供了录音合约，乐队的职业生涯再进了一步。

一位执行官犹豫是否向SEC提交虚假财务报告。南方保健的首席财务官威廉·欧文斯（William Owens）成为政府的探子，并且秘密地记录了他与斯克鲁西的对话，以便向政府提供证据材料。早年，欧文斯和斯克鲁西曾经是一个名为“代理”的乐队的成员，但这并不能阻止欧文斯成为政府的告密者。斯克鲁西被指控犯有80项会计和其他诈骗罪。政府指责他引诱他的高管通过威胁、恐吓和高额工资进行会计欺诈。政府指责斯克鲁西和他的高管操纵公司的账户，以满足分析师的期望，这是被南方保健公司员工称之为“填补差距”的过程。该公司在其财务报告中表示，已经连续50个季度满足了分析师预期，这个时间长度在财富500强公司中可以排到第二。

在有关的民事诉讼中，SEC指控斯克鲁西错误地证明公司财务报表的真实性并夸大其收益，当财务操纵慢慢被揭开时，斯克鲁西和其他高管掩盖了他们的欺诈性会计记录，把公司的问题归咎于医疗保险报销团体的变化。该事件被称为“传输1753”，据称要求立即确认的年度费用为1.75亿美元。南方保健以790万美元的价格解决了之前超额保险的索赔。

斯克鲁西防守很顽固。他指出，南方保健在良好公司治理程序的全国调查中被评为前10%的公司。富布莱特·贾沃斯基律师事务所（Fulbright & Jaworski）在丑闻爆发前的内部调查看来已排除了斯克鲁西的违法行为，对文件破坏（粉碎）的调查也被打了折。斯克鲁西在60分钟的电视节目中捍卫自己，但是在4天之后调查南方保健公司会计问题的不可避免的国会听证会上，他要求使用第五修正案。在听证会上，他被现在预期你什么时候停止殴打你

① U. S. House of Representatives, Subcommittee on Oversight and Investigations, “Hearing on the Financial Collapse of HealthSouth,” p. 5.

妻子这样的问题攻击。像伯纳德·埃贝斯一样，尽管斯克鲁西采用了第五修正案，他力图公开表明态度，这导致了委员们之间的愤慨。

斯克鲁西开始主持一个谈话节目，他采访在新闻界受到抨击的人。他访谈的人物中有一位是法官，阿拉巴马州法官摩尔（Moore）在2003年被免职，因为他拒绝从法庭上移除包含了“十诫”的雕塑。斯克鲁西承担了在亚拉巴马州伯明翰播放节目的费用，这里也是斯克鲁西的审判举行地点。斯克鲁西作为一个白人男子，加入了伯明翰当地的一个黑人教堂，显然是为了确保他和陪审团中出现的每一个人都是朋友。斯克鲁西将欺诈归咎于下属。他的鲁莽遭到司法部对他提出的更多指控，这是现在对拒绝认罪高管的常见做法。

随着斯克鲁西的审判开始，政府对南方保健公司总裁詹姆斯·班内特（James Bennett）的会计欺诈起诉也开始了。对斯克鲁西的刑事审判始从南方保健公司高管们作证斯克鲁西已经参与并命令进行会计操纵开始。这些证人包括南方保健的五名前首席财务官，其中一人表示斯克鲁西说“所有上市公司都会弄虚作假”。这些证人的证词多少会受到怀疑，因为他们都承认自己犯有欺诈罪，并试图减少刑期。他们无法出具某一文件或电子邮件可将斯克鲁西捆绑到欺诈中。政府声称这是因为斯克鲁西已经下令大量销毁文件，甚至他还在发现一些文件被错误地遗留在装货码头上而不是被撕碎时表达了愤怒。

其中一名证人，南方保健的前首席财务官威廉·欧文斯戴着一个缝在他领带上的窃听装置，以便政府调查人员可以记录他与斯克鲁西关于公司会计做法的谈话，但这些对话常常听不到或太隐秘而不知道在讨论什么。一位作证指控斯克鲁西的高管被斯克鲁西的律师指控在服用“改变情绪的药物”。那个证人迈克尔·马丁（Michael Martin），承认他服用抗抑郁药近两年，但他坚持斯克鲁西知晓欺诈。

政府采用了惯用的伎俩，通过显示斯克鲁西花销很大而使陪审团对这种富有的高管存有偏见。陪审团被展示了关于他采购的一些图片，包括一艘被他称之为“垄断”的30万美元的船，一个位于阿拉巴马州的360英亩农场，还有两辆SUV。这并不能说服凯伦·奥德（Karen O. Bowdre）法官，关于洗钱的指控成立，她将其驳回了。法官已将对斯克鲁西的指控从85个减少至55

个。3 项因为责任在于 SEC 和司法部的不当行为而被驳回，但是奥德法官在司法部威胁上诉之后撤回了这一决定。另一位联邦法官将斯克鲁西的资产解冻因为检察机关类似的不当行为。在案件结束时，在政府的要求下，更多的罪名被驳回。法官此后裁减了更多的指控，包括一些《萨班斯—奥克斯利法案》的指控，将斯克鲁西面临的罪名减少至 36 个。政府正在遭受其他的挫折。共有 15 名南方保健的管理人员承认犯有刑事指控。其中 10 人在斯克鲁西宣判结束时已被判刑。只有一人被判入狱，时间也只有五个月，但上诉法院裁定，对两名被告的判决太宽容。另外两名南方保健的高管在斯克鲁西的陪审团审议时被单独宣判无罪。他们被指控向在沙特阿拉伯的签约顾问付款而违反“反海外腐败法”。这些付款最终到达了该国的皇室成员手中。

政府试图通过在对斯克鲁西的证人交叉盘问中提起安然事件来挫败斯克鲁西的防守。法官阻断了这次不当的攻击，并对政府行为进行制裁，要求其不能再进一步盘问该证人。斯克鲁西的律师想让他作证以此来玩弄法庭，但最终决定不让他出现。陪审团在经过几天的审议之后，发现自己根据法官向他们提供的 78 页的陪审指引无法作出裁决。他们向法官请求询问外行人的意见，但是该请求被拒绝。看来犯罪是一个复杂的过程。法官试图用艾伦·戴南米特（Allen Dynamite）的起诉来破解僵局，但是陪审团似乎只对审判感兴趣，只是间歇地在一个多月的时间内审理这些指控。政府后来通过宣布 SEC 与南方保健达成了 1 亿美元的和解来影响陪审团。经过一个多月的审议，由于一名陪审员生病不得不被替换掉，于是陪审团重新了开始审议工作。然后，另一件让陪审团产生偏见的事情出现了，南方保健宣布重述其财务报表，将 2000 年至 2002 年报告为损失超过 10 亿美元，而不是原先声称的 2.1 亿美元利润。一切都是徒劳。补充陪审员后，迅速达成判决。斯克鲁西被无罪释放，这意味着他不会进入监狱或被没收 3 亿美元的资产。他也可以向南方保健寻求律师费赔偿，甚至威胁进行反诉讼。

斯克鲁西仍然面临一系列民事诉讼，其中包括由 SEC 提起的民事诉讼。政府检察官失败得并不体面。他们最初呼吁放弃对斯克鲁西的一些罪名指控，以便从这个非常可耻的失败中重新获得一些东西。之后斯克鲁西的律师指出，

宪法禁止双重危险，政府认为他们这么做只能带来更多尴尬，就放弃了上诉。讽刺的是，在政府决定放弃上诉斯克鲁西的同一天，伯纳德·埃贝斯因为在世通公司中相对被动的角色而被判处监禁。这样看来，在完全披露的模糊世界中，正义已经失去了所有的意义。

南方保健解雇了其审计师安永会计师事务所，其正如国会听证会指出的那样，安永使用了一种基于风险的审计方法，如在世通公司所使用的那样，认为南方保健公司的管理层已经提供了可靠的财务信息，该公司已经“为成功设计了场景”。考虑到这些发现，审计师限制了审计范围。在其他事项中，审计人员并没有检查公司的账面上少于5 000美元的个人资产。这个漏洞正是很多欺诈发生的地方。南方保健于2005年1月以3.25亿美元的代价与司法部就医疗保险欺诈指控进行了和解。南方保健还与卫生和人类服务部监察长办公室（the Office of Inspector General of the Department of Health and Human Services）订立了《诚信协议》，该协议要求公司通过行为守则并制定公司合规与道德计划。该公司估计花了3.5亿美元来纠正SEC指出的账务问题。

南方保健在这些问题之后，试图通过任命沙·希尔曼（Less S. Hillman）为外部董事和审计委员会主席来提升公司治理水平。希尔曼是安永会计师事务所的前审计合伙人，并将自己描述为“数字人”。他转身在倍立健控股公司（Bally Total Fitness）的健身中心业务担任首席执行官兼总裁。然而，希尔曼不得不在斯克鲁西审判期间辞去南方保健公司委员会的职务，因为在此之前，倍立健控股公司宣布暂停向希尔曼发放遣散费，并因为希尔曼负责该公司期间发生了会计违规行为而要对公司收益进行重述。联邦检察官正在对希尔曼在这些问题上的角色进行刑事调查。

房地美和房利美

联邦储备委员会对联邦国家抵押贷款协会（Federal National Mortgage Association）［现在称为房利美（Fannie Mae）］和联邦抵押贷款公司（Federal Mortgage Corporation）［现在称为房地美（Freddie Mac）］两个政府资助企业（GSEs）表示了关切。这些实体购买抵押贷款作为投资，使用由政府地位和

隐含的政府担保而廉价获得的借款。这两个 GSEs 是庞然大物，2000 年末合并资产和表外债务总额超过了 2.4 万亿美元，2004 年的债权总额为 1.7 万亿美元，其中约 1/3 由外国投资者持有。房地美的抵押贷款组合自 1994 年以来增长了 10 倍，达到 6 000 亿美元。GSEs 声称它们正在对付利率变动的风险，但是对抵押对冲的研究发现，这种交易长期利率上涨幅度高达 30%，造成了市场动荡。

房利美和房地美均成功地履行了向美国提供住房抵押贷款的使命。这两个实体在 1999 年为所有中等收入家庭提供了 70% 以上的抵押贷款资金，这与所有商业银行持有的房屋抵押贷款几乎相等。但批评者担心，这些组织将会失去市场。例如，在弗吉尼亚州的里士满，2002 年的家庭房屋拥有率为 76%，而 1997 年则为 62%。批评者还担心，两家 GSEs 将贷款标准降低到危险点，而且就其会计政策而言也没有足够的对外披露。

房地美和房利美在国会受到批评，因为政府资助和隐含的政府担保与其他贷款人相比享有优势，从而降低了融资成本。联邦储备委员会工作人员就房利美和房地美的作用起草的一份报告得出结论，以利率下调的形式提出的隐性补贴价值至少为 1 190 亿美元，也许高达 1 640 亿美元，这是建立在普遍认为政府不允许这些实体倒闭基础上的。这构成了这两个 GSEs 市场价值的重要组成部分。

联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）主张国会限制房利美和房地美的增长。他表示，它们对金融体系构成系统性风险，因为回购了大量抵押支持证券作为自己的投资组合。这造成股价大幅下挫。房利美在 2002 年第三季度末的净收入也下降了 50%，同时利率也下降。房利美在 2003 年 10 月 29 日承认，它的抵押贷款定价存在错误。房利美不得不通过将其抵押贷款价值增加 11 亿美元来重述财务，股东的股权也同比增加。这个重述并没有影响收益，但引起了对房利美业务的进一步担忧。

房利美还有其他问题。其在可移动房屋和制造房屋上持有的抵押担保证券价值正在下降。这些证券中有 24% 被信贷机构评为垃圾，低于 2002 年的投资评级。这是由可移动房屋买家大量违约造成的。联邦抵押协会在 2003 年前

三个季度从这些抵押贷款中注销了2.37亿美元。与联邦抵押协会随后宣布衍生交易亏损了69亿美元相比，这种变化微不足道。

由于这些问题，房利美在符合监管资本要求方面遇到困难，资本比所需要的低40多亿美元。尽管存在短缺，房利美同意增加资本，这要求增加资金补充。联邦抵押协会于2004年4月通过了公司治理改革，其中包括董事长兼首席执行官富兰克林·雷恩斯（Franklin Raines）的角色分拆，这顺应了公司治理的最新潮流。到2007年，雷恩斯将放弃其中一个角色。房利美说，它将开始对其现有财务状况进行公告，但事实证明这样做存在困难。

联邦住房企业监督办公室（OFHEO）是住房和城市发展部的一个独立实体，是联邦抵押协会的指定监管机构。OFHEO声称，房利美已经通过饼干罐储备来平滑其收益，并通过推迟费用提高了执行官的奖金。有一个例子是，房利美的高管延迟确认2亿美元的开支，以便能刚刚达到最高行政奖金的收入目标。房利美并没有按照公认会计准则对其套期保值和衍生工具进行计量。这些披露引发了刑事调查。

房利美的管理人员在国会委员会面前遭到嘲笑，但他们强烈地捍卫自己的会计处理方式，并谴责了OFHEO的报告。他们要求SEC审查其会计处理。联邦抵押协会表示，如果SEC同意OFHEO的结论，它将亏损90亿美元。不幸的是，联邦抵押协会的总会计师后来与OFHEO达成一致，这意味着需要大量的会计重述，雷恩斯和他的首席财务官蒂莫西·霍华德（J. Timothy Howard）被迫辞职。OFHEO然后对他们数百万美元的遣散费提出质疑。房利美还宣布，过去三年的财务报表已不再值得“依赖”了。

被任命为临时代替雷恩斯的丹尼尔·马德（Daniel Mudd）宣布斥资50亿美元发行优先股，以支撑房利美的资本需求。这并没有阻止来自OFHEO不断升级的攻击。它向国会通报，房利美和房地美都在利用政府资助的角色向房主收取过高的费用。联邦储备委员会在一个报告中称，房利美和房地美对稳定和维持低抵押贷款利率的影响“微不足道”，而这才应该是其主要任务之一。

房利美解雇了其审计师毕马威，但从其审计费用来看，毕马威只是对房

利美进行了轻度审计，2001 年至 2003 年平均每年的审计费用约为 200 万美元。2004 年 12 月出现了另外一件尴尬的事情。房利美同意放弃 750 万美元，这是从北卡罗来纳州夏洛特的第一抵押贷款公司（First Beneficial Mortgage Co.）收到的欺诈性贷款所得。房利美发现贷款是欺诈性的，允许它们转售给政府国家抵押协会（GNMA）。为了回应这些问题，房利美同意通过建立“合规与道德办公室”来对公司治理进行升级，并指示其总顾问向董事会和 OFHEO 报告任何不法行为。房利美也同意将资本水平提高 30%，但问题尚未结束。OFHEO 在会计报表中发现有关衍生工具损失和其他问题的进一步不当行为，预计将导致额外的 28 亿美元注销。OFHEO 发现，房利美的员工正在财务分录上伪造签名并更改会计记录，这提出了如何为抵押担保证券创建的信托进行会计记账的问题。OFHEO 指示房利美采取措施预防这种行为。OFHEO 另外提出了一项要求分离首席执行官和主席办公室职能的规定，但是遇到了布什政府的反对，布什政府不想规定公司的治理结构。无论如何，问题得到了解决，因为房利美和房地美都同意拆分这些办公室。

房利美还受到 OFHEO 的攻击，批评其持有抵押贷款信托的会计处理。OFHEO 进一步声称，房利美采用了樱桃采摘法来增加收益，自己保有了最优的抵押贷款并向投资者出售不太有利可图的抵押贷款（“持有最好的，出售其余的”）。格林斯潘继续对房利美和房地美进行批评。与此同时，房利美股东正在从这些监管审查中遭受打击，因为股价下跌了 25%。即便有这些问题，房利美仍然是美国第二大金融机构，仅次于花旗集团。

与此同时，另一家由政府资助的抵押贷款机构房地美通过将利润转移至其他会计期间来平滑盈利。由于 FASB 对衍生品的估值采用财务会计准则（FAS）133，这会导致收入大涨，导致未来几年收益下降，所以需要进行收益管理。所罗门美邦帮助房地美通过所谓“优惠券交易巨头”（Coupon Trade - Up Giants）的交易转移了一部分收入。这些交易为房地美创造了超过 7 亿美元的损失用于抵消衍生工具的收益。摩根士丹利也从事与房地美类似的交易。管理收益的另一种方法是通过使用“关联互换”（linked swaps），允许房地美将收益推迟到后期，因为掉期价值的变动被摊销。另一个工具涉及使

用历史而不是目前的波动率来评估房地美的互换价值。经纪商布兰克及其搭档有限责任公司（Blaylock & Partners LP）被用于掩盖房地美会计操纵。布兰克的交易员对话的录音透露，他们知道，为房地美进行的交易没有经济实质，仅用于会计目的。总而言之，房地美公司将50亿美元的收入移转至未来。

房地美由安达信会计师事务所进行审计，但房地美在安然事件的争议中将其解雇。房地美花了1.75亿美元的审计和法律费用来重述其会计报表。房地美的总裁大卫·格伦（David Glen）在出现会计问题后被解雇，房地美同意向其监管机构OFHEO支付1.25亿美元的民事罚金。房地美的董事长利兰·布兰德塞尔（Leland Brendsel）及其首席财务官沃恩·克拉克（Vaughn Clarke）被迫辞职。布兰德塞尔起诉房地美，寻求取回由OFHEO扣留的6 000万美元股票期权补偿。联邦法官下令向他支付这笔资金，认为OFHEO扣留资金的行为超越了其监管权力。房地美任命了一位新的首席执行官格雷戈瑞帕斯伊恩（Gregory J. Parseghian），但其经过董事会专门委员会的内部调查后也被迫辞职，调查由前SEC总顾问詹姆斯·多蒂（James Doty）和贝克博茨律师事务所（Baker Botts LLP）的合伙人负责进行，他们透露帕斯伊恩层参与了管理收益的交易。SEC前任负责人理查德·西朗（Richard Syron）取代了帕斯伊恩。房地美2003年的收入下降了52%，难以及时发布财务报表。国会立法寻求加强对房利美和房地美的监管陷入僵局，但是，OFHEO按照自己的想法行动，决定增加监管限制，并在发生倒闭时进行政府收购。

另一个政府计划，联邦住房贷款银行（the Federal Home Loan Banks）正在引起关注。这些机构位于美国的12个地区，由商业银行和其他金融机构所有。联邦住房贷款银行发行债务证券为其成员提供资金。纽约联邦住房贷款银行宣布，由于移动房屋贷款损失1.83亿美元，因此在2003年9月底停止派发股利。匹兹堡联邦住房贷款银行也遇到问题。由于2003年第三季度衍生品和投资数百万美元的亏损，第二季度的收益下降了82%。芝加哥和西雅图联邦住房贷款银行受到监管机构联邦住房贷款委员会（Federal Housing Finance Board）的贷款限制。西雅图银行董事会的两名董事后来被解职，那里的银行被要求回购超过7 000万美元的不当发行的股票。这些事件导致要求对联邦住

房贷款银行系统进行额外监管的呼吁增加。另外一家向农民提供信贷的联邦农业抵押贷款公司（Farmer Mac）也受到批评。Farmer Mac 在受到其监管机构农业信贷管理局（the Farm Credit Administration）的批评之后，在 2004 年寻求其第一次信用评级。令人失望的是，2001 年第二季度 Farmer Mac 的股价下跌了 18%。

布莱克爵士

康拉德·布莱克（Conrad Black）是一名英国贵族（克罗斯哈勃的布莱克爵士）和保守报刊的出版商，他因为掠夺出版《芝加哥太阳报》《伦敦日报》和《耶路撒冷邮报》的报纸公司霍林格国际公司（Hollinger International Inc.），而受到指控。有报告称，布莱克和另一名行政人员未经批准接受超过 3 200 万美元的支付，另有 1.8 亿美元以管理费用以及“非竞争性”费用的形式向布莱克控制的实体支付，其后丑闻爆发。霍林格公司在向 SEC 提交的文件中无意中披露了这些信息。

布莱克爵士刚刚发表了富兰克林·罗斯福的长篇漫画，并被指控用公司资金以 800 万美元的价格购买了一些罗斯福的私人文件来帮助他进行研究。这些文件随后由霍林格以 240 万美元的价格出售。在这些事情被揭露之后，布莱克辞去了首席执行官的职务，导致公司股价跳水。他同意偿还某些有争议的资金，但后来拒绝按照协议支付 720 万美元，他因此从董事会主席的职位上被解职。

揭露对布莱克进行支付触发了霍林格的控制权之争。一个专门委员会被组建来对他进行攻击。该委员会还聘请了世通公司的理查德·布林登（Richard Breeden）进行调查。布莱克通过雇用自己善斗的律师大卫·博伊斯（David Boies）进行反击。布莱克还在加拿大起诉了布林登和特别委员会存在诽谤并寻求 6.44 亿美元的赔偿。布林登的律师称诉讼“可笑”。一名股票经纪人也对美国前总检察长格里芬·贝尔（Griffin Bell）提出类似的索赔，该经纪人成为贝尔为赫顿（E. F. Hutton）准备的内部报告的主题。该报告描述了一个巨大的空头支票方案，E. F. 赫顿正是因为它被控 1 000 项罪名。贝尔把这个

问题归咎于低层管理人员，包括原告人，并免除了公司主管的责任。贝尔不得不因为诽谤接受诉讼，但最终胜诉。然而，在加拿大的诽谤比在美国更容易证明。

霍林格特别委员会回应了关于布莱克自我交易的进一步指控，声称他所控制的公司以低于市场公平价从霍林格购买了报纸，并且在没有正当的董事会授权情况下向布莱克和其他人付款。霍林格拥有两种类型的股票，布莱克获得了73%的投票权，即便他拥有该公司股权的不到15%。这是因为，与面向公众发行的A类股票相比，发行的B类股票每股对应着10票投票权。布莱克试图将他对霍林格的控制权卖给在英国拥有报纸、酒店和其他物业的巴克莱兄弟（Barclay brothers）。巴克莱银行为布莱克在霍林格的控股提出支付3.16亿美元。在寻求收购时，布莱克未能考虑到特拉华州法官强制执行的灵活的受托责任。布莱克被特拉华州法院阻止销售他对霍林格的多数股权。巴克莱的报价随后被撤回。

特拉华州法官发现布莱克违反了信托义务，因为他投票支持霍林格董事会出售一些资产以缓解公司的财务问题。布莱克然后开始单独谈判出售其控股权益，这抵消了董事会的努力。法官认为，布莱克的行为违反了"标记"承诺，这将允许A类股东在合并的情况下将其A股转换为B股，并从出售控制权中获得一些溢价。法院还裁定，布莱克在董事会的受托责任要求下借助毒丸计划以防止他出售自己的股份。

为与SEC就其违反簿记和记录行为的指控进行和解，布莱克被剥夺了移除董事的权利。根据该行动的同意令，布莱克同意如果其利用权力移除外部董事，则将在该公司任命一名特别监察员。那个特别监察员是理查德·布林登。布林登发布了一份500页的报告，指责布莱克存在"公司高层腐败"。报告中列出了滥用公司资金的详细名录："食品、手机、香水和其他日常生活费用，包括布莱克夫人在购物旅行时支付的小费也向霍林格报销。"布莱克在霍林格报销的项目包括："BB夫人的手提包（2 463美元）、BB夫人的慢跑服（140美元）、运动器材（2 083美元）、安东尼有限公司的皮革公文包（2 057美元）、为C&BB购买的歌剧门票（2 785美元）、纽约公寓的立体音响设备

(828 美元)、布莱克公务用机的银器（3 530 美元）、夏季饮品（24 950 美元）、为祝贺生日在纽约拉格勒努埃尔餐厅举办的烧烤派对（4 270 美元），以及 9 000 美元用于翻新劳斯莱斯……作为布莱克的个人交通工具。”霍林格还以布莱克的名义做了许多慈善捐款。

布林登特别对在拉格勒努埃尔餐厅举行的派对感到愤怒，“包括奥斯卡·德拉伦格（Oscar de la Renta）、彼得·詹宁斯（Peter Jennings）、查理·罗斯（Charlie Rose）、芭芭拉·沃尔特（Barbara Walters）和荣·佩尔曼（Ron Perelman）在内的 80 位嘉宾以每人 212 美元的价格享用晚餐，晚餐包括鲟鱼子酱、龙虾沙拉和 69 瓶上好的红酒。布莱克自己为派对费用额外支付了 2 万美元。至少布莱克为妻子选择的生日派对地点比丹尼斯·科兹洛夫斯基（Dennis Kozlowski）为她妻子在撒丁岛举办的需要泰科公司支付部分费用的派对要不那么奢华。”[1] 亨利·基辛格（Henry Kissinge）的三个宴会花费了另外 28 000美元，而布莱克的妻子芭芭拉是一名记者，因为所谓“看不见”的公司工作被支付了 110 万美元。布莱克在棕榈滩、多伦多、伦敦、纽约的豪华住宅过着公司大亨的生活，到这些地方他乘坐的是霍林格的喷气机，这些飞机也被用于去波拉波拉类似的异域风情地点旅行。霍林格的喷气机在大约六年时间内花费了公司 2 400 万美元。

更重要的是，布林登声称布莱克和另一位执行长大卫·拉德勒（David Radler）从霍林格公司抢走了超过 4 亿美元，以支持布莱克的商业帝国。一名联邦法官驳回了霍林格对布莱克提出的敲诈勒索罪，但是 SEC 却对布莱克和拉德勒的诉讼进行了反驳，声称他们不当地从霍林格手中转移了 8 500 万美元，虽然远远低于布林登所称的数额，但仍然相当可观。除其他事项外，SEC 的诉讼指控，布莱克和拉德勒安排以低于市场价格出售霍林格的一些出版物给他们所控制的公司，并且在没有获得审计委员会批准的情况下，向他们控制的风险投资基金中投入了 250 万美元的霍林格资金。

霍林格董事会是布林登的另一个目标。“布莱克提名每一名董事会成员，

---

① Report of Investigation by the Special Committee of the Board of Directors of Hollinger International Inc. , p. 25.

董事会的成员主要由布莱克长期的社会、商业或政治关系中的个人组成。董事会的职能在布莱克选择下更像社会俱乐部或公共政策协会，而不是一家大型公司的董事会，在极短的会议后举办了美味的午餐会和世界事务讨论会。"①霍林格的董事会由几位著名的独立董事组成，其中包括前国务卿亨利·基辛格；五角大楼前高级执行官理查德·佩勒（Richard Perle）；前驻德国大使和武器谈判代表理查德·伯特（Richard Burt）；前驻苏联大使和民主党领导人罗伯特·施特劳斯（Robert Strauss）；苏富比董事长阿尔弗雷德·塔伯曼（Alfred Taubman），他因为限价被监禁；阿彻丹尼尔斯米德兰公司（Archer Daniels Midland）公司的负责人德韦恩·安德烈亚斯（Dwayne Andreas），他也有自己的定价问题。霍林格有一个国际咨询委员会，其中包括小威廉·巴克利（William F. Buckley Jr.）和乔治·威尔（George Will）等忠实拥护者。

霍林格还有一个政治正确的审计委员会。该委员会的负责人是詹姆斯·汤普森（James R. Thompson），他是伊利诺伊州前州长，芝加哥的美国检察官，以及调查"9·11"恐怖袭击事件的委员会成员。作为芝加哥的美国检察官，汤普森积极地反对政府腐败，甚至对另外一名伊利诺斯州州长和联邦上诉法官奥托·克纳（Otto Kerner）实施监禁，因为他在购买和出售与赛马相关的股票中存在贿赂和邮件欺诈行为。汤普森被评为美国最有影响力的律师之一，但这些并不能使他看透布莱克的手法。在霍林格的审计委员会任职的还有理查德·伯特（Richard Burt）和经济学家亨利·克拉维斯（Henry Kravis）的及其企业家妻子玛丽·约瑟·克拉维斯（Marie - Josee Kravis）。他们在很大程度上顺从了布莱克爵士在公司的管理，被指控在审计委员会中扮演"无效"和"惰性"的角色。

亨利·基辛格从公司收到一些不当支付，但同意偿还它们。外部董事理查德·佩尔（Richard Perle）被指控违反信托义务，批准了不公平的关联交易。布林登希望佩尔能归还300万美元，其中包括投资于风险投资公司的250万美元和未公开的薪资。布莱克于2004年11月从霍林格辞职。这是对霍林

① Report of Investigation by the Special Committee of the Board of Directors of Hollinger International Inc., p. 9.

格进行私有化计划的第一步，并通过购买布莱克尚未拥有的22%的普通股来逃避严格的全面信息披露。同时，路易斯安那州教师退休金计划（Teachers' Retirement System of Louisiana）和华盛顿地区的木匠养老金退休基金计划（the Washington Area Carpenters Pension and Retirement funds）向布莱克和霍林格人提起了集体诉讼。霍林格还向布莱克提出了5.2亿美元的诉讼，显然是为了防止他再次控制公司，安大略省证券委员会也对类似的诉讼要求进行了权衡。霍林格的外部董事支付了5 000万美元来解决对他们的索赔。这笔款项是由公司的保险费用支付的。

布莱克因为使他能控制霍林格的双层股票架构遭到批评，但这种结构是报纸业的共同特点。《华尔街日报》由道琼斯公司（Dow Jones & Co.）所有，该公司由班克罗夫特（Bancroft）家族控制，协议允许他们持有750万股B类股票以维持对公司的控制。纽约时报有限公司（New York Times Co.）和华盛顿邮政公司（the Washington Post Co.）尽管支持公司治理改革和对其他业务的攻击，但也有类似的结构。

新闻业还有其他麻烦。《纽约时报》通过雇用“公共编辑”丹尼尔·奥肯特（Daniel Okrent）来提升其公司治理结构，以此监督报纸的报道质量。这个职位是在发现记者杰西·布莱尔（Jayson Blair）剽窃甚至在《泰晤士报》编造众多故事之后创设的。布莱尔晋升是因为他是非洲裔美国人，而非其他优点，同时也无人监督。报纸的主要领衔编辑豪厄尔·雷恩斯（Howell Raines）和杰拉尔德·博伊德（Gerald M. Boyd）被迫辞职。《纽约时报》记者很快就抱怨新的公共编辑干预他们的工作。

哥伦比亚广播公司任命前任总检察长理查德·桑堡（Richard Thornburgh）和美联社前执行官路易·博卡奇（Louis D. Boccardi）、调查主持人丹·瑞思（Dan Rathe）使用伪造文件来攻击布什总统在国民警卫队的服务情况。这场攻击在2004年总统竞选的关键时刻在60分钟（60 Minutes）节目播出。瑞思在桑堡的报告前宣布辞去主持人的工作。桑堡报告在提交时曾经采取类似内部报告的传统方式。它剖析了丹·瑞思和哥伦比亚广播公司新闻总裁安德鲁·海沃德（Andrew Heyward）的政治偏见，并指责了这个由下属编纂的失

败报告，这名下属后来被解雇或被迫离职。

拥有《芝加哥论坛报》《新闻日报》和其他出版物的论坛公司（Tribune Co.）在2004年每季度提取3 500万美元，这是因为《新闻日报》和西班牙语出版物夸大了发行量。广告费率由这些数字确定，3 500万美元的费用是为了弥补根据虚增的发行量多付给广告商的费用。两位出版商辞职。几个月后，需要进一步重述这些数字，从而额外支付高达6 000万美元的费用。在这些问题披露后，SEC开始广泛调查报刊业的发行数字。

百货店的会计

位于辛辛那提的超市连锁公司克罗格公司（Kroger Co.）于2001年3月宣布，重述其1998年至2000年的账户。这一行动是拉尔夫杂货公司（Ralphs Grocery）平缓收益的结果，该公司已经在几年前被克罗格收购。拉尔夫杂货公司的首席会计师克里斯·霍尔（Chris Hall）在克罗格宣布重述之前离开了该公司，成为来爱德公司（Rite Aid）的首席财务官。在他参与拉尔夫公司的问题曝光后，他被来爱德公司管理层重新安排了工作。

康尼拉格商品公司（ConAgra Foods）将其1998年至2000年报告的收入减少了1.23亿美元，这是由于其农业部门联合农产品公司（United Agri Products）的虚假销售和收入造成的。这些操纵涉及2.87亿美元的会计记录。康尼拉格出售了这个和其他部门，以便将自己完全变成食品分销公司。联邦上诉法院改变裁定驳回了对这些不当行为的集体诉讼。

大西洋太平洋茶业有限公司（A & P）正在调查其部分经营地区限额确认的时间和库存量。A & P重述了其1999年、2000年两个财政年度及2001财政年度前三季度的利润表，并解雇了10名高管。对公司提出的集体诉讼被驳回，原因是原告不存在诈骗意图，尽管管理层为了满足分析师的预期而平滑了收益。

皇家阿霍德NV（Royal Ahold NV）是一家荷兰公司，它也是世界上最大的食品分销公司之一，其在2003年2月披露，对2001年至2002年的5亿美元盈利进行重述。这次重述直接影响了美国的投资者，因为该公司的美国存

托凭证（ADRs）在纽约证券交易所交易。ADRs代表着存放的外国证券的所有权益，通常放在银行。这允许在没有直接所有权的情况下交易外国证券。皇家阿霍德ADRs的价格在公司宣布重述后下跌了60%。后来，公司报告说，其存在进一步的会计违规行为，这将导致2002年亏损14.1亿美元。2008年10月20日，皇家阿霍德公布了对2002年财务报告的修订稿，声称存在50.2亿美元的更大损失。

皇家阿霍德在美国拥有大型食品连锁店，包括实得超市（Stop & Shop）、顶级市场（Top Markets）和巨型连锁超市（the Giant Supermarket Chain）。该公司在全球经营着3 600多家门店，当丑闻爆发时，员工人数达28万人。皇家阿霍德的大部分问题集中在其美国食品服务部门。该单位通过假定由食品生产商支付虚增折扣来鼓励他们进行产品推广，此举可增加收入。

金融分析中心（the Center for Financial Analysis）的分析师霍华德·舒利（Howard Schilit）表示，皇家阿霍德在公开披露侵权行为之前，已经进行了两年的可疑会计处理。皇家阿霍德的首席执行官塞斯·范德胡芬（Cees van der Hoeven）辞职。他通过收购超过30个国家价值近200亿美元的公司，将该公司从一家荷兰小型杂货店建成世界第三大零售公司。该公司的首席财务官迈克尔·迈尔（Michael Meurs）以及其他高层管理人员也已被解职。皇家阿霍德解雇了其在美国食品服务部门的首席执行官。另外两名高管因为虚增供应商折扣以增加收益的问题被揭露而辞职。

荷兰调查人员对公司办公室和审计师德勤的办公室进行了突袭。调查人员搜寻证据表明，合资企业不当确认了收入。此后，皇家阿霍德宣布正在改变对这些合资企业的会计处理，这导致收入减少248亿美元。皇家阿霍德面临着诸多监管机构的调查，其中包括美国司法部（the U.S. Department of Justice）、美国证券交易委员会（SEC）、纽约证券交易所、全国证券交易商协会（NASD）、荷兰检察院办公室（the Office of the Dutch Public Prosecutor）、阿姆斯特丹泛欧交易所（the Euronext Amsterdam Exchange）和荷兰金融市场管理局（the Dutch Authority for Financial Markets）。

在美国，皇家阿霍德美国食品服务部门的执行副总裁蒂莫西·李

(Timothy J. Lee) 对涉嫌刑事犯罪的指控认罪，像威廉·卡特一样，他也是负责采购的副总裁。该部门的首席财务官迈克尔·雷斯尼克 (Michael Resnick) 和采购执行副总裁马克·凯撒·威廉 (Mark Kaiser William) 被起诉。2005年1月，美国食品服务公司的七名管理人员被司法部起诉，并由美国证券交易委员会对其在会计欺诈中的行为进行指控。泰森食品公司 (Tyson Foods) 的一名执行官和通用米尔斯公司 (General Mills) 的执行官也被指控。该公司没有与美国证券交易委员会达成和解，但由于公司在美国证券交易委员会调查中的"特别"合作，因此它没有被罚款。

皇家阿霍德的问题引发了对其他大型食品经销商的调查，包括通用米尔斯 (General Mills)、纳什雀公司 (Nash Finch Co.)、萨拉李公司 (Sara Lee Corp.) 和泰森食品 (Tyson Foods)。路易斯维尔的弗莱明公司 (Fleming Companies Inc.) 是美国最大的食品经销商，其于2003年4月申请破产。一个会计丑闻伤害了公司，但更重要的一个问题是失去了最大的客户凯马特 (Kmart)，凯马特在弗莱明要求支付大量尚未支付的发票后宣布破产。美国证券交易委员会对该公司提起诉讼，指控弗莱明在2001年和2002年上半年夸大了其收益。当弗莱明作为客户遭受了来自凯马特的损失时，其利用"举措"创造了增长和财务强劲的错觉来满足分析师们的预期。弗莱明利用这些举措来弥合华尔街期望与令人失望的实际经营业绩之间的差距。这些举措包括来自供应商的单方面来信，用于证明供应商为确保前瞻性合约而进行预付款。被安排的另外还有三名弗莱明供应商和七名员工。供应商包括迪安食品公司 (Dean Foods Company)、肯普斯有限责任公司 (Kemps LLC) 和数字交换系统公司 (Digital Exchange Systems Inc.)。弗莱明没有被罚款，但其供应商及其雇员同意支付总额为100万美元的民事罚款。

意大利也面临杂货问题。意大利食品公司奇里奥 (Cirio) 有10亿美元的债券在2002年违约。另外一家意大利奶制品公司帕玛拉特集团 (Parmalat Finanziaria SpA) 也爆发出了大规模丑闻。帕玛拉特一直是一个小型运营的公司，直到其最开始担任火腿和番茄酱推销员的创始人兼董事长卡利斯托·丹兹 (Calisto Tanzi) 开始了收购行动。他将帕玛拉特建成世界上最大的乳制品

公司，在美国拥有30家子公司和大量业务。帕玛拉特从评级机构的债务评级中获得投资级信用级别。不过，帕玛拉特声称市场状况不佳，于2003年2月撤回了3.6亿美元的债券，这引起了怀疑。撤回被广泛认为是公司遇到麻烦的迹象。帕玛拉特一直报告收益强劲，但2003年的会计报告显示，该公司已经将其财务报表伪造了13年。该报告称，帕玛拉特的151亿美元的实际债务是其财务报表中报告的8倍。该公司在2003年前九个月的收入被高估了50%，而前一年被高估的总额也超过了110亿美元。

帕玛拉特在这个丑闻被发现后被迫承认，其在账务中体现的应该存在美洲银行的48.3亿美元存款并不存在。这些资金的伪造确认信息已经交给公司的审计师，以便对其报表进行认证。美洲银行的官员在意大利承认，他从帕玛拉特获得了2 700万美元的回扣。另外，帕玛拉特坦言，它公开宣布自己回购了36亿美元债券的说法是谎言。在发现丹兹从公司中掠走了11亿美元之后，丑闻扩大了。资金大部分流入了丹兹家族控制的旅游公司帕马托旅游(Parmatour)，但也失踪了20亿美元。帕玛拉特的丑闻震惊了意大利政坛，丹兹的政治捐款高达1.2亿美元。

帕玛拉特员工被发现正破坏伪造文件，用锤子摧毁电脑，以对抗检察机关。丹兹和其他几个人，包括他的儿子斯蒂法诺（Stefano）和兄弟乔瓦尼(Giovanni)，都被意大利当局逮捕。帕玛拉特的外部律师和10名高管，包括其首席财务官对意大利的刑事指控都承认，但没有一个人监禁期限超过30个月。在美国，美洲银行的诉讼被驳回，但对德勤律师事务所和格兰特与桑顿律师事务所的诉讼被允许向前继续推进。

意大利检察官还要求起诉其他29个人、美国银行、帕玛拉特的审计师格兰特·桑顿（Italaudit）和德勤会计师事务所。被要求起诉的一些人是这些机构的雇员。意大利的检察官也指责花旗集团的管理人员，摩根士丹利和德意志银行作为公司的投资银行协助帕玛拉特进行诈骗。花旗集团在新泽西州的诉讼中作出回应，声称自己也是帕玛拉特欺诈的受害者。美国证券交易委员会对帕玛拉特提起了欺诈指控，声称违反了《美国证券法》，歪曲其财务状况，同时在该国出售价值15亿美元的票据，并私自处置ADRs。美国证券交

易委员会称这个丑闻是“历史上最大最疯狂的企业金融欺诈之一”。[1]

法庭为帕玛拉特任命的行政人员恩里科·邦迪（Enrico Bondi）向美国法院诉讼德勤和格兰特·桑顿事务所，要求赔偿100亿美元。德意志银行和瑞银集团也是邦迪其他诉讼的目标，邦迪指出，德意志银行安排了负担过重的债务，当公司破产时，瑞银不当地扣押了帕玛拉特资金。他对花旗集团也提出了类似的扣押资金的起诉，但花旗银行对意大利政府提起诉讼，声称其作为债权人的权利受到侵犯。瑞士信贷第一波士顿是诉讼的另一个目标。该公司的管理人员因为帕玛拉特提供伪造贷款，在意大利寻求损失赔偿3.06亿美元。意大利联合商业银行（Banca Intesa SpA）的附属机构同意向帕玛拉特的管理方支付1.97亿美元，以解决其向帕玛拉特融资的索赔。

① *Securities and Exchange Commission v. Parmalat Finanziaria S. p. A.*, 2003 SEC LEXIS 3078 (S. D. N. Y. 2003).

第8章 分析师和内幕人交易丑闻

第1节 玛莎·斯图沃特案

内幕交易的历史

在股票交易的最初阶段，内幕交易并未被算作犯罪。1868年，一家纽约的法院规定，公司管理人没有义务在其买卖公司股票之前公布关于公司的非公开信息。[①] 这一规定延续了很长时间。1933年，一家马萨诸塞州法院裁定的古德温诉阿加西斯案（*Goodwin v. Agassiz*）[②] 是个明显的例子。公司工作人员和管理人没有义务在其购买公司股票之前公开一份有偏爱的铜矿报告。这是习惯法中的多数情况，至少在非面对面交易中或特殊情形下要求公开披露信息。但是，哥伦比亚大学法学教授阿道夫·伯利（Adolf Berle）在20世纪20年代强烈呼吁禁止内幕交易。在前期其他教授工作的基础上，伯利强调，要求完全公开信息以及对经理人的诚信要求，应当排除内幕交易。他的呼吁将为未来三十多年引入禁止内幕交易的规定奠定基础。

耶鲁法学院教授、后担任SEC主席和最高法院大法官的威廉·道格拉斯

① *Carpenter v. Danforth*, 52 Barb.（N. Y.）581（1868）.

② *Goodwin v. Agassiz*, 283 Mass. 358, 186 N. E. 659（1933）.

(William O. Douglas)，曾在 1934 年指责内幕交易和一些非常类似世通 (WorldCom) 和安然 (Enron) 事件的行为：

> 近期的法庭记录和参议院听证会满是各种形象的材料——给工作人员和管理人员的秘密贷款、未公开的利润分摊计划、过度偏向关联股东的合同、基于错误估计作出的红利分配政策、操纵信贷资源和资本结构使少数股东利益受损、池操作 (pool operations)、根据内幕信息进行证券交易等。这只是其中一小部分。这些对当今世界并不奇怪。它们是法律知悉情况下长期存在的商业行为。[①]

正如我们在安然和其他近期丑闻中看到的那样，自道格拉斯发出愤懑的控诉之后，什么也没有改变。道格拉斯本人在最高法院工作的时候也卷入了内幕交易。1953 年，他的兄弟亚瑟 (Arthur) 偷偷告诉道格拉斯，史达特勒连锁酒店 (Statler Hotel chain) 即将出现控制权变更。道格拉斯从这条内幕信息中获利 8 000 美元，大约等于他在最高法院年薪水的 1/3。

国会在听证会期间考虑包含内部人交易在内的滥用职权行为，并最终决定采用联邦证券法案。参议会一委员会的报告同阿道夫·伯利的说法相呼应，该报告称，在国会听证会"发现的最邪恶的行为"是"公司管理层和工作人员公然背叛受托的职责，利用他们被信任的职位以及该职位带来的秘密信息协助他们在金融市场上的行动"。[②] 这个委员会谴责公司工作人员、管理层，以及"那些既不是工作人员也不是管理层的大股东们，他们实际控制着公司的未来，可以通过别人无法获取的信息牟利"，这些人都"肆无忌惮地使用内幕信息"[③]。尽管有这些反对意见，但立法仅对内幕交易作出范围很窄的限制。《1934 年证券和交易法案》(*Securities and Exchange Act of* 1934) 要求某些内部人士 (定义为公司工作人员、管理层和拥有公司 10% 以上股权的人士) 向 SEC 报告他们关于该公司股票的交易，并没收他们的短期盈利 (定义为任意 6

① William O. Douglas, "Directors Who Do Not Direct," p. 1306.

② U. S. Senate Report. Report No. 73 - 1455, p. 113.

③ U. S. Senate Report. Report No. 73 - 1455, p. 55.

个月获得的盈利）。即使这些盈利不是依靠内幕信息获得，也会被没收。除此之外，任何人可以基于习惯法规则，根据内幕信息进行交易，直到20世纪60年代一位新主席来到SEC。

SEC创造了一项新罪名

这位新任SEC主席是来自哥伦比亚法学院的威廉·加里（William Cary）教授，他的一位校友就是年岁很大的阿道夫·伯利。伯利企图建立首个禁止内幕交易的制度，但他失败了。加里替伯利拿起棍棒，在伯利失败之处取得了成功。加里没有寄希望于国会就禁止这件有争议事件颁布法律。相反，他在1961年通过对一项SEC行政诉讼“In re Cady Roberts & Co”[①]的意见简单地实现了这一点。这项行政诉讼是一项无争议的判决，加里主席裁定，交易商从公司管理层获得非公开的内幕信息并基于这些信息卖掉了自己和客户账户中的证券，这种行为破坏了SEC“Rule 10b－5条款”。尽管“Rule 10b－5条款”早在20年前就被认可，没有任何法院认为该条款禁止内幕交易，SEC也没有这样认为。但是，加里主席在裁定中认为“关于证券的行为可能会激发一整套新的、影响深远的联邦公司法律”。《联邦证券法》制造出很多习惯法中不曾有的管理层的职责和义务。它表现了联邦对管理层和股东这对关系产生了兴趣，而这一关系在此以前同各州利益毫无关联。加里主席主张“Rule 10b－5条款”“为股东提供了应对很多信托责任的潜在武器”。

卡迪·罗伯茨裁决（Cady Roberts decision）对企业律师是一个震撼，对公司管理层是一个冲击。此后发生了更多类似的事件。1968年，纽约第二巡回上诉法庭支持SEC控告德克萨斯海湾硫黄公司（Texas Gulf Sulphur Company）管理层违反了“Rule 10b－5条款”，因为它们基于一份非公开的、有倾向性的矿业报告购买该公司的股票。SEC认为“Rule 10b－5条款”要求“相对平等地获得实质信息”[②]，第二巡回法庭也对此表示赞同。这一裁定同

---

① *In re Cady Roberts & Co.*, 40 S. E. C. 907 (1961).

② *Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968), *cert. denied*, *sub. nom.*, *Coates v. Securities and Exchange Commission*, 394 U. S. 976 (1969).

"古德温诉阿加西斯案"确定的习惯法规则相反。第二巡回法庭的裁决意味着拥有公司股票非公开信息的管理层在有关信息完全通报公众之前不得进行交易。

SEC创立的这项被称作"内幕交易"的新罪名，是基于这样一种道德基础，即允许人们仅因为拥有优先信息获得权而获利是不公平的。SEC认为，市场被这些行为所破坏，融资也会因为内幕交易变得更加困难。但并不是所有人都认可SEC的主张。亨利·曼尼（Henry G. Manne）教授长期批评SEC关于内幕交易的禁令。1966年，他出版了一本书攻击SEC关于卡迪·罗伯茨案的裁决。曼尼教授认为，在众多事项中，不存在经济学基础可以断言内部人士交易会对市场有害。类似地，芝加哥大学法学院教授、后担任院长的丹尼尔·费歇尔（Daniel Fischel）教授认为在德克萨斯海湾硫黄公司案裁决中，"没有证据显示投资者在德克萨斯海湾硫黄公司案之后对市场的信心减弱"。同时，费歇尔教授还认为，内幕交易实际上可以通过奖励成功的机制产生"益处"[①]。

事实上，市场运作的原则恰恰同加里主席创造的平等获取信息的教条相反。人们在股票市场或其他金融市场上交易，就是基于他们持有不同信息或者抱有特殊看法，这些信息和看法可以帮助他们盈利，而没有这些信息和看法的市场参与者蒙受损失。经济学家称之为信息不对称。对SEC内幕交易理论持反对意见的人们认为，很多公开交易公司的股票交易量巨大，导致无论从个体看还是整体看，内幕交易难以对其他市场参与者造成损害。这一点将在玛莎·斯图沃特案中得以特别体现。在该案中，假设玛莎·斯图沃特从事内幕交易，对此仍尚存疑问，我们将看到，她的交易准备金少于5万美元。

SEC内幕交易规定的批评者进一步表示，即使内幕交易者显著地改变了市场，但这样的交易也是一件好事，因为较存在延迟的、应SEC要求所做的披露报告而言，内幕交易使得市场为股票定价更加有效。内幕交易者获得的盈利使得股票价格能够更加准确地反映所有信息，否则某些公司会拖延发布

① Daniel Fischel, *Payback: The Conspiracy to Destroy Michael Milken and His Financial Revolution*, pp. 43 - 44.

一些信息，特别是不好的信息。还有一些人认为，基于内幕信息的交易可以帮助市场大幅纠错。内幕交易者推动股票价格平缓变动，可以避免价格大幅波动，造成恐慌或因未周知各方的投资决定而使公众投资者蒙受更大的损失。“当然了，也有一些切合实际的说法，市场上本来就没有什么秘密，而且信息也会有选择地泄露给市场，因此谁会介意（内幕交易）呢？”[①]

最高法院的回应

在基亚雷拉诉美国案（Chiarella v. United States）中，最高法院不同意SEC提出的“平等获得信息”理论。[②] 这个案件不牵扯“传统的”内幕交易，即管理层交易自己公司的股票。相反，一个为印刷厂选择字体和排版的工人，从律师事务所处理收购案件的印制材料中挖掘出非公开信息并以此进行交易。律师们掩饰了目标公司，但文森特·基亚雷拉（Vincent F. Chiarella）擅长识别这些公司。另外，SEC要求公开的代理材料过于详细，难以完全掩饰目标公司，这一点也帮助了基亚雷拉。最高法院不同意SEC关于平等获取信息的理论，认为基亚雷拉没有义务向目标公司股东公布相关信息。由于最高法院的裁决，基亚雷拉免于牢狱之灾，但他向SEC上缴了所得利润，也失去了工作，直到法院仲裁者保住他在印刷厂的工作。

在最高法庭上，SEC仍坚持表示，即使没有平等获取信息的要求，基亚雷拉也应当遵守SEC“Rule 10b－5条款”，不能“不合适地”使用雇主或客户的信息。最高法院驳回SEC的上述主张，认为这一点在低级别法庭审理中未被提及，因而在最高法院也不能予以考虑。这是上诉过程的基本要求。此后，SEC仍坚持不懈地坚持其新的、不合适的理论，并说服纽约第二巡回法庭基于该理论对另一家印刷厂违背“Rule 10b－5条款”的行为进行了判决。[③]

20世纪80年代，司法部依据“不合适使用信息理论”裁决《华尔街日

---

① Thomas L. Hazen and Jerry W. Markham. *Corporations and Other Business Enterprises: Cases and Materials*, p. 757.

② *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222 (1980).

③ *Securities and Exchange Commission v. Materia*, 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984).

报》记者福斯特·怀南斯（R. Foster Winans）有罪。怀南斯用即将登载在《华尔街日报》“道听途说”专栏（Heard on the Street）的信息操纵了一系列内幕交易。这些信息登载后可能会产生市场影响。在上诉过程，这个案子受到阻碍，最高法院认为怀南斯的行为构成邮件和电信欺诈，但法官们在“不合适使用信息理论”是否适用于本案上有分歧，且分歧双方人数相等（4人对4人）。根据最高法院的规则，出现分歧双方人数相等的情况，应维持原上诉法院的裁决。[①]。在这个案子中，原上诉法院（纽约第二巡回法庭）认可“不合适使用信息理论”。怀南斯被投入监狱并写书记述了这段经历。

很多低级别法院都支持“不合适使用信息理论”。但第四巡回上诉法院反对这一理论，认为“Rule 10b－5条款”不支持违反信托义务被定性为刑事责任，因为此前违反信托义务仅作为民事案件来处理。1997年，最高法院最终在美国诉欧哈根案（United States v. O' Hagan）作出裁决。[②] 在这个案子中，最高法院认为，不合适地使用非公开信息是违反“Rule 10b－5条款”的刑事案件，即使所用信息不是来自目标公司。詹姆斯·欧哈根（James O' Hagan）是一名律师，他所在律师事务所的一位客户有意收购品食乐公司（Pillsbury Company），欧哈根就不合适地使用了这一“外部”信息。他购买了大量品食乐公司股票的期权。当收购计划正式宣布时，他获利超过430万美元。

法官们在使用SEC内幕交易理论方面也造成了一些有趣的案子。如果《华尔街日报》允许它的记者去交易会怎样？那就不存在“不合适”的问题。在知名俄克拉何马州橄榄球教练巴里·斯维兹（Barry Switzer）一案中，斯维兹在看台晒日光浴时无意听到一些内幕信息并以此交易。法院认为这一行为没有违反“Rule 10b－5条款”。[③] 同这个案件相反的例子是，一位精神科医生根据他女客户谈论她丈夫公司的非公开信息进行交易被裁决为有罪。这位客户是桑福德·韦尔（Sanford Weill）的夫人，韦尔后来成为花旗集团总裁，在

① *Carpenter v. United States*, 484 U. S. 19 (1987).

② *United States v. O'Hagan*, 521 U. S. 642 (1997).

③ *Securities and Exchange Commission v. Switzer*, 590 F. Supp. 756 (W. D. Okla.).

安然公司倒闭后华尔街分析师丑闻充分披露上也存在一些问题。[①]

告密者和内幕信息领受人

完全信息披露机制另一个被内幕交易者利用的漏洞叫作“内幕信息领受人”。这类人指他本身不是内幕人士，但内幕人士将非公开信息秘密告诉他，他依此进行交易。SEC 认为，平等获得信息原则禁止内幕信息领受人进行交易。这个原则在 SEC 起诉雷蒙德·迪尔克斯（Raymond Dirks）案中接受了检验。迪尔克斯是一位金融分析师，权益基金公司（Equity Funding Corp.）的一位雇员秘密告诉他该公司有大规模会计欺诈，迪尔克斯根据这一信息卖掉了他机构投资者在该公司的股票。迪尔克斯还密集调查了上述欺诈行为，认为确有其事。他向他的客户通报了这一发现。他的客户据此卖掉了该公司的股票，并节省了 1 600 多万美元。

迪尔克斯将这一秘密告知《华尔街日报》，建议《华尔街日报》记者报道上述欺诈行为。但《华尔街日报》记者没有听从他的建议，而是将有关事项报告给 SEC。起先，SEC 未采取任何行动。后来，处理迪尔克斯案件的法院断言“SEC 在快速应对股权投资案例时总是存在问题”，该法院在未采取行动的情况下就结束了早期调查。[②] 最终，SEC 还是卷入案子，起诉迪尔克斯向客户泄露内部信息。最高法院再次反对 SEC 平等获得信息的原则，否决了 SEC 对迪尔克斯的起诉。[③] 最高法院认为迪尔克斯没有任何义务不根据那条信息交易。同时，最高法院还规定，如果内幕人士能从向内幕信息领受人透露信息中获利，内幕信息领受人就违反了“Rule 10b－5 条款”。

迪尔克斯案件的裁决，引出了一些相互不一致的结果。一个例子是，一个联邦上诉法庭判决学术书籍交易公司（Scholastic Book Fairs Inc.）的总裁夫人唐娜·云（Donna Yun）从事内幕交易有罪，因为她允许一位同事听到她和

---

① *United States v. Willis*, 737 F. Supp. 269 (S. D. N. Y. 1990).

② Dirks v. Securities and Exchange Commission, 681 F. 2d 824 (2d Cir. 1982), *reversed*, 463 U. S. 646 (1983).

③ Dirks v. Securities and Exchange Commission, 681 F. 2d 824 (2d Cir. 1982), *reversed*, 463 U. S. 646 (1983).

律师谈论丈夫公司的机密信息。[1] 这位同事之后在她不知情的情况下依据该信息进行了交易。纵然这位夫人自己没有交易、获利或者鼓励她的同事这样去做，但仍被裁定为不合适地使用信息。因为上诉法庭认为主审法官没有正确地引导陪审团“不合适使用信息理论”应当如何运用，这个案子只好重新判决。在另一个例子中，迪尔克斯案件的裁决救了一个理发师和他的客户。一个联邦地区法院驳回了 SEC 对大卫·麦克斯韦尔（David W. Maxwell）和他的理发师埃尔顿·耶恩（Elton L. Jehn）关于内幕交易的起诉。麦克斯韦尔是沃辛顿食品有限公司（Worthington Foods Inc.）的高级管理人员，他告诉耶恩，凯洛格公司（Kellogg Company）将收购沃辛顿公司。联邦地区法院驳回起诉是因为麦克斯韦尔本人并没有从这个秘密中获利。

内幕交易丑闻

SEC 主席威廉·加里的积极政策招致工商界的反对，工商界认为 SEC 对市场进行了过分监管。为回应这种批评，尼克松政府时期的 SEC 主席威廉·凯西（William J. Casey）开始放松对证券市场的管控。这一努力却因水门事件而停止。

直到里根担任总统后，共和党放松监管的工作才得以再度开始。SEC 执行司激进的司长斯坦利·斯波金（Stanley Sporkin）移职中央情报局，担任局长凯西的总顾问。凯西则是尼克松政府下的 SEC 主席。SEC 开始减少该原则的执行，力求避免批评，以致在商业中寻找内幕交易案子更加容易。SEC 新任主席约翰·沙德（John Shad）表示，在处理内幕交易问题上，他“如履薄冰”。[2] 他的话没错，SEC 执行司新任司长约翰·菲达（John Fedders）带来几个案子。菲达曾是华盛顿特区一家名叫阿诺德·波特（Arnold & Porter）的法律公司的合伙人。SEC 认为这些案子不会过分烦扰华尔街，但菲达后来因被起诉虐待妻子而被迫辞职。事情是这样的，菲达起诉《华尔街日报》一名记者福斯特·怀南斯进行内幕交易，之后《华尔街日报》爆出菲达家暴的故事。

---

① *Securities and Exchange Commission v. Yun*, 327 F. 3d 1263 (11th Cir. 2003).

② Fischel, *Payback*, p. 41.

接着，菲达的家庭生活就变成了电视剧。尽管存在倒退，SEC 在继续关于内幕交易的案件，提起一些牵扯社会地位较高的人的案子。这使得整个 20 世纪 80 年代被认为是贪婪的时代，此后的 90 年代也可冠以这样的名称。

一个 20 世纪 80 年代内幕交易的案例中，国防副秘书长保罗·塞耶（Paul Thayer）被发现向他的情妇透露他担任 LTV 公司董事会主席和安瑟·布切公司（Anheuser – Busch）外部董事时获得的内幕信息。德崇证券（Drexel Burnham, Lambert）的一位执行董事丹尼斯·列维（Dennis Levine）参与了系列内幕交易，每年获利 100 万美元。系列内幕交易的成员包括拉扎德（Lazard Frères）、雷曼兄弟和高盛集团的年轻投资银行家。交易链中的另一个成员是纽约沃彻尔·利浦顿·卡兹（Wachtell Lipton Rosen & Kartz）律师事务所的合伙人宜兰·瑞驰（Ilan Reich），该律师事务所擅长收购业务，可以获得一些重要的内幕信息。列维通过他的公司以及有关密谋者获得信息，并据此交易 50 多只股票，获利 1 200 万美元。

列维通过瑞士莱乌国际银行（Bank Leu International）巴拿马分行的匿名账户交易。后来，从委内瑞拉寄来一封信给美林证券，揭露美林证券的经纪人总能在并购消息公布前，在莱乌国际银行账户上进行获利交易。之后，列维就被捕了。美林将信件的内容报告给 SEC。SEC 要求莱乌银行上报客户名单。SEC 认为该账户在进行内幕交易，该账户总是赚钱，这不正常，因为无论交易者多么专业都难以做到。莱乌银行反馈说，根据巴拿马法律，账户信息保密，无法提供客户名单。SEC 威胁莱乌银行，如不提供客户信息，就可能因内幕交易遭到处罚。莱乌银行选择的代表是哈维·皮特（Harvey L. Pitt）。皮特是 Fried, Frank, Harris, Shriver and Jacobson 律师事务所的合伙人、前 SEC 顾问，还是未来安然事件爆发时的 SEC 主席。皮特推动巴拿马首席检察官宣布放弃银行保密法，要求莱乌银行向 SEC 报告列维的情况。具有讽刺意味的是，当初列维推荐皮特去莱乌银行，目的是利用皮特在 SEC 工作的经验和人脉，帮助他阻碍 SEC 调查。

1986 年 5 月 12 日，列维被捕，并被诉犯下 4 项重罪。为减少自己的刑期，列维揭发了伊万·博斯基（Ivan Boesky）。博斯基是华尔街的套利者、公

司蓄意收购者，他曾因对加利福尼亚大学学生说"贪婪即是健康"而出名。博斯基也请莱乌银行代理律师哈维·皮特作自己的代理人。尽管博斯基被禁止从事证券业务，而且被罚1亿美元，皮特确保了博斯基有机会选择对自己非常宽容的判决法官，最后他只被判处20个月的刑期。媒体发现皮特通过谈判达成的认罪协议允许博斯基在公开宣布他被捕消息之前卖掉自己的股票，这使SEC很难看。这条内幕消息使得博斯基可以在自己被捕消息宣布出去后的股票大跌前卖出自己的股票。

为减少自己的刑期，博斯基表示他曾从马丁·西格尔（Martin Siegel）那里获得收购对象的内幕信息。西格尔是德崇证券一位高薪投资银行家。西格尔承认自己犯了内幕交易罪，被投入监狱并罚款900万美元。西格尔又揭发出其他人，其中包括2个套利者。一是蒂莫西·泰伯（Timothy Tabor），他夜里在家中被逮捕。二是理查德·威格顿（Richard Wigton），他在办公室被逮捕，还在媒体面前被反拧双臂含泪带走。媒体是从曼哈顿律师鲁道夫·朱利安尼（Rudolph Giuliani）那里得到的信息。朱利安尼后来在"9·11"恐怖袭击之后成为纽约市长和政治英雄。带着明显的假心假意，朱利安尼表示，给这些温和的、完全无害的公司管理人员突袭和手铐是必要的，以防止他们持有刀具或其他武器。对泰伯和威格顿的处罚随后被取消了。西格尔为获得减刑举报的另一个人是高盛公司套利部负责人罗伯特·弗里曼（Robert Freeman）。弗里曼因从纽约股票交易所经纪人伯纳德·拉斯克（Bernard Lasker）获得内幕信息而获罪。拉斯克告诉弗里曼有传闻说对比阿特丽斯食品公司（Beatrice Foods）的收购会出问题。弗里曼向西格尔确认这条消息，西格尔参与这起收购并告诉弗里曼"你的巴尼（对伯纳德·拉斯克的昵称）嗅觉真灵敏"。后来证实，关于比阿特丽斯食品公司的传闻并不准确，但弗里曼还是被投入监狱并罚款100万美元。

那个时代的丑闻在1989年3月对迈尔克·米尔肯（Michael Milken）的起诉时达到高潮。米尔肯因证券违法、邮件和通信欺诈、敲诈勒索被诉98项重罪。对他的指控包括囤积股票和其他复杂的操纵行为。尽管普遍认为米尔肯是个内幕交易者，但针对他的起诉没有一项是内幕交易。米尔肯真正的犯罪

是推广垃圾债券，这类债券因被用在高杠杆收购中而存在争议。当时法律没有禁止这类债券，因此，米尔肯只是面临伊万·博斯基的认罪答辩中的一些可疑指控。一场企图通过约博斯基在贝弗利山庄酒店（Beverly Hills Hotel）会面而让米尔肯落入陷阱的尝试也失败了。由于缺乏针对米尔肯本人的证据，政府转向指控他的弟弟洛厄尔·米尔肯（Lowell Milken）犯有敲诈勒索罪，就像此后政府对待莉·法斯托（Lea Fastow）一样。联邦调查局还质询米尔肯92岁的祖父，以进一步恐吓他[①]。在这样的攻击下，米尔肯屈服了，承认6项重罪并缴纳罚款6亿美元。作为交换，政府同意取消对米尔肯弟弟的处罚，停止对他其他家庭成员的骚扰。米尔肯被判处令人惊讶的10年监禁。这一判决是由一位“没有经验的法官作出，他迎合了标题党作家要求刀刀见血的呼声”[②]。这一判决后来也减轻了，但米尔肯的公司德崇证券也被判有罪，缴纳罚款6.5亿美元。这使得德崇证券遭受严重损失，接着就破产了，员工也失业了。这个案例显示出政府对米尔肯以及此后对亚瑟尔·安德森（Arthur Andersen）作出裁决时的冷漠。

在米尔肯案件中还有些重要的事情。丹尼尔·费歇尔出版的《自食其果：阴谋破坏迈克尔·米尔肯和他的金融革命》（*Payback: The Conspiracy to Destroy Michael Milken and His Financial Revolution*）记述了这些事情。费歇尔认为米尔肯是新闻媒体对他成功不满以及鲁道夫·朱利安尼政治野心和热情的牺牲者。就像他的前任汤姆斯·杜威（Thomas Dewey）一样，朱利安尼谋求通过起诉知名度高的人，为自己成为纽约市长积累政治资本。相应地，朱利安尼给纽约总检察长艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）树立了个榜样。费歇尔对朱利安尼的批评没有使用浮夸的、情节复杂的学术散文的语言。他认为，朱利安尼在他“恐怖统治”中“不择手段”，使用了“在共产主义国家成功使用的反对资本主义的、肆无顾忌的抨击”[③]。根据费歇尔的说法，朱利安尼起诉的热情导致技术性违规变成刑事犯罪，而且全部基于一个假情假意的主张，即政

---

① Fischel, *Payback*, p. 41.

② Charles R. Morris, *Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen*, p. 131.

③ Fischel, *Payback*, p. 7.

府应当维持投资者的信心。

正如费歇尔所言，米尔肯真正的问题在于他赚了太多的钱。这一点在起诉书中被详细地列明，以期事先对媒体和陪审团产生影响。而他的罪行，最严重也只是技术性违规，或更准确地说是“该行业中的普遍和日常的经营行为”[①]。米尔肯从监狱中被释放出来后，向癌症研究中心捐助数百万美元，后来成为教育投资的沙皇。与此同时，老布什总统任命了新的 SEC 主席。新任命的人选，理查德·布里登（Richard Breeden）不久宣称，被 SEC 发现的内幕交易者，应当让他们“赤身裸体、无家可归、无车可用”[②]。布里登主席后来成为世通集团和霍林格公司（Hollinger）的监管人。

内幕交易立法

国会通过颁布《1984 年内幕交易制裁法案》（*Insiders Trading Sanctions Act of* 1984）和《1988 年内幕交易和证券欺诈执行法案》（*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of* 1988）加强对内幕交易的制裁。法律允许 SEC 对内幕交易者处以其获利的或他们从事该交易而为公司减少损失的 3 倍的罚金。控制另外一起内幕交易的人可最高处罚 100 万美元。提供内幕信息的人可以被处以有关处罚 10% 的罚金。内幕交易者对股东有责任，对自身交易同时作出反向交易。在刑事处罚中，对提供内幕信息的人的罚金从 10 万美元提高到 100 万美元。

这时的立法没有定义什么是内幕交易，给应当禁止何种交易留下很多疑问。实际上，给出个定义并不困难。欧盟委员会采用了一个指令来定义内幕交易，但有关禁令只在个别成员国执行。未来的 SEC 主席哈维·皮特等人建议国会明确规定什么是内幕交易。但 SEC 并不希望明确的定义，因为它认为明确的定义会给交易者制造出利用信息不对称的空间。SEC 更愿意在每个案例之后将有关交易行为定义为内幕交易，从而制造出弗兰克福特法官（Justice

① Fischel, *Payback*, p. 158.

② Kevin G. Salwen and Laurie P. Cohen, “Getting Tough: SEC Under Breeder Takes a Harder Line on Securities Crime,” *Wall Street Journal*, May 10, 1990.

Frankfurter）追求的“警示的效果”。另外，这样的做法也遏制了有可能提高市场效率的创新交易。

更多内幕交易案例

在实践中，SEC 内幕交易理论造成了很多复杂的问题，特别是始终未明确定义什么是内幕交易。我们来考察一下罗伯特·切斯特曼（Robert Chestman）的例子。切斯特曼是一个股票经纪人，他从客户基思·勒布（Keith Loeb）处了解到沃德宝公司（Waldbaum Inc.）的收购信息。[①] 勒布的夫人苏珊（Susan）是沃德宝公司董事会主席和控股股东的侄女。苏珊的母亲雪莉（Shirley）告诉她收购的消息。每个家庭成员都曾发誓保密，但勒布将信息透露给切斯特曼。切斯特曼据此为自己的账户交易并获利。通常第二巡回法庭会听命于 SEC 的各种理论，但这次它认为切斯特曼的案子没有违反“Rule 10b-5 条款”。这一裁决是全体法官投票，以 6 比 5 的结果达成的。裁决认为，根据“Rule 10b-5 条款”，基思·勒布没有为案中信息保密的义务。但是，因为涉及收购的为公开信息，切斯特曼被裁定为违反了 SEC“Rule 14e-3 条款”。因为该条款适用于任何收购信息，而不管其来源。如果信息同收购无关，切斯特曼也可以免于 SEC 的起诉。

SEC 尝试借助切斯特曼的案子弥补“Rule 10b-5 条款”中关于内幕交易的漏洞。SEC 通过了另外一项条款，规定亲戚在获得非公开信息后有保守秘密的义务。这一条款还包括那些承诺保密的非亲戚。在该条款实施之前，青年总裁协会（Young Presidents Organization）的一个成员被举报利用其他成员提供的秘密信息交易。[②] 这个协会由年龄不超过 50 岁的公司总裁组成，成员承诺对其他成员提供的信息保密。一个联邦地区法院裁定，被告违背保密承诺并非不合适，也没有破坏法律上的信托关系，不涉及内幕交易。根据 SEC 的最新规定，被告人是有过错的，但新规定是在他获利之后才通过的，因此无法应用在他身上。

---

① *United States v. Chestman*, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991), *cert. denied*, 503 U. S. 1004 (1992).

② *United States v. Kim*, 184 F. Supp. 2d 1006 (N. D. Cal. 2002).

SEC 根据“Rule 10b－5 条款”以“使用和占有”原则对内幕交易起诉存在问题，正如在迪尔克斯案（Dirks case）中表现出的，其对玛莎·斯图沃特的起诉也有宽泛的含义。SEC 认为，即便内幕信息持有者根据前期投资计划或承诺最终买入或卖出相应股票，他也因非法占有内幕信息而违反“Rule 10b－5 条款”。例如，公司管理人员有一笔长期贷款协议到期，该协议要求她在特定时间卖出股票。在股票卖出之前，但在贷款协议签署很久之后，她获得了在她出售股票后股价下跌的内幕信息。SEC 认为，根据信息占有理论，上述行为违反了“Rule 10b－5 条款”，因为她占有内幕信息，虽然她并不是根据该信息出售自己股票。法院反对 SEC 上述主张①，SEC 通过制定另一项规则默认了法院的反对意见。新规则允许内幕信息持有者进行交易，前提是他们在拥有内幕信息之前就有既定交易计划。② 这条规则是玛莎·斯图沃特案的症结，她谎称自己有相应计划。同样，这条规则也是肯尼斯·莱（Kenneth Lay）在安然公司倒闭之前卖出几百万美元安然股票一案的关键因素。

内幕交易继续进行

同时，内幕交易在华尔街毫无减弱之势。充分披露的要求在安然、世通和其他案件中完全失去效力。特别糟糕的是 1999 年关于色情电影演员凯思林·甘农（Kathryn Gannon），艺名马丽琳·斯塔尔（Marilyn Starr）起诉的报道。她从情夫、凯菲·贝叶特·伍兹（Keefe，Bruyette & Woods）投资公司前任总裁小詹姆斯·麦克德莫特（James J. McDermott Jr.）那里听到内幕消息，然后和另一个情夫利用这些消息获利 17 万美元，其中包括关于巴内特银行和国家银行（Barnett Banks 和 Nations Bank）的收购交易。麦克德莫特上诉，结果被推翻，复审判决他服刑 8 个月，虽然他自己并未根据有关内幕信息交易或谋利。甘农在同意从加拿大被引渡回国后仅被判刑 3 个月。这个三角关系

① *Securities and Exchange Commission v. Adler*, 137 F. 3d 1325 (11th Cir. 1998) and *United States v. Smith*, 155 F. 3d 1051 (9th Cir. 1998).

② 17 Code of Federal Regulations § 240. 10b5－1.

案件被称为“华尔街的肮脏交易”[1]。在早些时间，20 世纪 90 年代，美国电话电报公司 17 名高管被起诉在 1988 年至 1993 年，利用公司 4 起收购的内幕信息交易。他们总计获利 260 万美元。大部分被告人认罪，包括 2 个牵头交易人查尔斯·布伦菲尔德（Charles Brumfield）和托马斯·阿尔及尔（Thomas Alger）也认罪。这起案件的起诉人同样是玛莎·斯图沃特案的起诉人。

莱昂内尔·斯坦姆（Lionel Thotam）因从邮差大卫·托马斯（Davi Thomas）获得内幕信息而获罪。托马斯利用《商业周刊》到达邮局后和向订户散发前的时间间隔，将周刊上“华尔街内幕”专栏内容念给斯坦姆。斯坦姆通过交易获利 7.7 万美元，托马斯获得 15.4 万美元。托马斯和他的夫人索尼·乔斯（Soni Jos）均因此被判刑。上述案件不是关于该专栏的唯一内幕交易。杂志印刷厂的两个雇员将专栏内容秘密透漏给他们的两个朋友。这两个朋友盈利 140 万美元，付给印刷厂雇员每周各 50 美元，后来增加到每周 200 美元。这四个人后来全部因内幕交易被起诉。

高盛公司曾根据财政部的内幕信息交易。内幕信息是财政部拟暂时中止发行 30 年国债，计划于 2001 年 10 月 31 日正式对外公布。高盛公司的消息来自政策顾问彼得·戴维斯（Peter J. Davis）。戴维斯此前参加了财政部的一个相关的新闻发布会，该发布会禁止参与者对外透露信息。而戴维斯给高盛公司高级经济学家约翰·杨德尔（John M. Youngdahl）打电话，提前告知相关情况。此时距信息透露禁令取消时限有 25 分钟，距财政部将消息上网时差 8 分钟。在这 17 分钟内，高盛买入 8 400 万美元的 30 年期国债和 2 330 万美元国债期货，最终盈利 380 万美元。

杨德尔被起诉从事内幕交易和不当使用内部信息，被判处 2 年 9 个月徒刑，民事罚款 24 万美元。高盛公司同意支付 930 万美元让 SEC 撤销对公司的起诉。马塞诸萨州金融服务公司（Massachusetts Financial Services Company）的一位高管也提前获悉财政部上述信息并在自己管理的资产组合中交易了 6 500万美元 30 年期国债。后来，马萨诸塞州金融服务公司同意缴纳 20 万美

[1] Colleen DeBaise, “McDermott Knows Their Pain.”

元罚金，并向曾出售给它债券的公司赔偿70万美元。

长岛的一个律师雷蒙德·埃文斯（Raymond Evans）同意接受罚金85万美元，因为他在得知希池国际公司（Hirsch International Corp.）本季度经营不利的内幕消息后出售该公司股票而被起诉。他还在知道珀瑞菲尼克斯公司（Periphonics Inc.）机密信息后买入该公司股票。马克·凯利（Mark Kelly）因向两个朋友透露2002年金州班可（Bancorp）公司被花旗集团收购的内幕信息而被SEC起诉。第一资本金融公司（Capital One Financial Corp.）的首席财务官戴维·威利（David M. Willey）利用银行监管者下调本公司的监管评估而进行交易，也遭到起诉。监管评估的变化对股价有负面影响，使股价下跌了40%。SEC起诉威利从中获利几百万美元。标准普尔的分析师瑞克·马兰诺（Rick Marano）于2004年被揭发交易他所负责评估公司的股票。马兰诺和从他那获得信息的人共获利100万美元。一个被摩根大通银行解雇的投资银行家同意接受20万美元罚金，因为他利用可口可乐公司收购泛美饮料公司（Panamerican Beverages, Inc.）的消息进行内幕交易，他获利7.9万美元。

美国世达律师事务所（Skadden Arps Slate Meagher & Flom LLP）合伙人罗杰·亚伦（Roger Aaron）的法律秘书的丈夫向朋友泄密亚伦正在处理的一起收购案件。这位丈夫和他透露消息的对象因内幕交易和其他违法行为被起诉。高盛公司临时文字处理员约翰·弗里曼（John Freeman）向10余人透露他在高盛工作时听到的关于收购的内幕消息。一传十，十传百，最后有19个人被起诉。弗里曼还在瑞士信贷第一波士顿银行（Credit Suisse First Boston，CS-FB）耍同样的把戏。他获利超过100万美元后服罪。

卡雷克公司（Carreker Corp.）市场和投资者关系部高级副总裁乔治·马图斯（George P. Matus），偷偷告诉他的兄弟公司盈利正在下降。他的兄弟是个经纪人，买入卡雷克公司的看跌期权，获利20万美元。兄弟俩被揭发内幕交易，并向SEC提供虚假证词。州际面包公司（Interstate Bakeries）总裁小加勒特·比克斯（E. Garrett Bewkes Jr.）告诉他的儿子、瑞银的经纪人罗伯特，要在不好的盈利公告公布之前卖掉该公司的股票。罗伯特卖掉了他家庭成员和客户账户上的股票总计23万美元。罗伯特·比克斯被判禁止从业5年，罚

款 137 306 美元，他的父亲被罚 67 517 美元。奶油夹心（Twinkies）面包的制作者州际面包公司不久之后就宣布破产。之后，SEC 调查该公司准备金账户的会计处理问题。

贝迪公司的行政助理戴安娜·尼利（Diane C. Neiley）告诉她男朋友约瑟夫·杜迪（Joseph Doody IV），她们公司可能和赫留斯公司（Hercules Inc.）合并，杜迪把这个消息告诉自己的父亲。消息传播得很快，SEC 最后起诉了 18 个人。贝迪公司（Betz Dearborn）的行政秘书帕特里夏·布根哈根（Patricia Bugenhagen）将消息泄露给他的兄弟，他的兄弟又泄露给投资俱乐部成员。公司的另外一位秘书将信息泄露给她丈夫，她丈夫又告诉自己的会计。摩根大通银行的秘书奥尔加·利特维斯基（Olga S. Litvinsky）向他未婚夫透露了关于收购的消息。这些被告被罚 400 万美元。

英克隆制药公司

更壮观的起诉是针对“精致生活元老”玛莎·斯图沃特的起诉。玛莎·斯图沃特丑闻是从 2002 年 6 月 12 日逮捕塞缪尔·瓦克萨（Samuel D. Waksal）博士开始的。瓦克萨是英克隆制药公司的创办人、董事会主席兼首席执行官。公司在研发一种称为 Erbitux 的新药，用于治疗结肠癌。结肠癌是最致命的癌症之一，每年带走超过 5.6 万人的生命。研制的新药使患者充满希望，因为它可以杀死恶性肿瘤细胞而不伤害普通细胞。Erbitux 看起来前景光明，百时美施贵宝药厂（Bristol – Myers Squibb）于 2001 年 9 月 19 日投资 20 亿美元，并同意共同开发市场，研制新药。英克隆制药公司吹嘘考虑到未来收益，Erbitux 将成为公司的主打产品。

当瓦克萨 2001 年 12 月在加勒比地区度假时，他了解到食品和药物管理局正计划宣布拒绝英克隆制药公司关于 Erbitux 的销售许可申请。虽然食药管理局关注的是药物的试验方法，而非药物本身，但为进一步试验所造成的延迟将对公司股票价格产生明显的不利影响。瓦克萨陷入了绝望，据报道，他用公司股票抵押做了超过 8 000 万美元的贷款。他试图出售英克隆制药公司股票，以及他父亲杰克·瓦克萨（Jack Waksal）和当演员的女儿阿里扎（Ali-

za）投资于该公司的股票。这些账户都是在美林公司开立的。杰克·瓦克萨可以卖掉 800 万美元的股票，塞缪尔为他的女儿卖掉了 2 500 万美元的股票，但美林公司的律师因担心他在英克隆制药公司的内部人地位而阻止他出售更多股票。随后，塞缪尔·瓦克萨通过瑞士经纪账户购买了 2 万份公司股票的看跌期权，他认为瑞士的银行保密法可以帮助他掩饰自己的行为。

这些交易发生在食药管理局 2001 年 12 月 28 日宣布消息之前。塞缪尔·瓦克萨的兄弟哈伦（Harlan）也是公司的共同创始人，在本月更早些时间出售了 5 000 万美元的公司股票而免除被起诉。时间就是一切，哈伦是遇到这个法律问题时唯一幸运的人。他曾因走私两磅可卡因入境被捕，但当法官发现当时的搜查是非法的之后，对他的起诉也随之撤销了。塞缪尔·瓦克萨就没有这么幸运了。他被指控犯有内幕交易，在一个黎明的突袭中，他被铐在自己时尚的 SoHo 阁楼里，并在媒体镜头前被押走。瓦克萨的保释金是 1 000 万美元，还必须以现金支付。当瓦克萨被发现曾下令销毁与他的行为有关的文件时，他被加控妨碍司法公正。

瓦克萨发誓要反抗对他的指控，但政府威胁将起诉他 80 岁、曾经历过纳粹大屠杀的父亲，以及他的女儿阿里扎。这是政府用来让人服罪的一种勒索战术。这种战术又一次成功了。2003 年 3 月 7 日，塞缪尔·瓦克萨承认犯有作伪证、妨碍司法公正和证券欺诈。他被终身禁止担任上市公司高管，被判入狱 7 年以上并被处以 300 万美元的罚款。作出这一严厉判决的联邦法官威廉·波利（William H. Pauley）有些炫耀地就对瓦克萨的判决体现的充分披露的重要性发表了演讲。瓦克萨的父亲和女儿都没有被法院起诉，但他父亲遭到 SEC 起诉，并支付 200 万美元和解。

瓦克萨遭到媒体嘲弄。据报道，他曾在一家纽约美术馆（shades of Tyco）买画，未缴纳的销售税超过 100 万美元。媒体还欣然地爆料，英克隆制药公司一名董事约翰·门德尔松（John Mendelsohn）博士曾任安然公司董事兼审计委员会成员。国会就瓦克萨事件举行了听证会。听证会揭露出瓦克萨的一些日常违规行为，如使用公司信用卡支付酒和体育赛事门票。听证会同时也揭露玛莎·斯图沃特曾与瓦克萨几乎同时卖出英克隆制药公司的股票。更多

的影响来自百时美施贵宝公司遭到州、市养老基金集体诉讼之后。这些基金认为百时美施贵宝在大规模投资英克隆制药公司时过于乐观。该起诉被包括在3亿美元百时美施贵宝因会计处理操纵相关养老基金的和解金里。

玛莎·斯图沃特

玛莎·斯图沃特从广告模特开始她的职业生涯（在“泰瑞登香烟的吸烟者宁愿开战也不愿换品牌”广告中），之后她在 Pearlberg, Monness, Williams & Sidel 公司担任股票经纪人。当20世纪70年代股票市场低迷、股价被腰斩之后，她离开了该行业。此后，斯图沃特开了一家餐饮企业，还出版了畅销书《娱乐》（*Entertaining*）。从此，她开始发展自己的媒体帝国，包括书籍、杂志以及报纸专栏“玛莎·斯图沃特的生活”（Martha Stewart Living），还有自己的电视节目。斯图沃特签约推动销售她设计的凯马特（Kmart）产品。她还与当时的第一夫人希拉里·克林顿共同接受 CBS 电视台专访。

斯图沃特的产品最初通过媒体巨头时代华纳销售，后来她花8 500万美元购买了这些产品的销售权。经过结构化，斯图沃特只需为该交易支付1 800万美元的现金。斯图沃特将这些产品转到玛莎·斯图沃特生活全媒体公司（Martha Stewart Living Omnimedia, Inc.）。该公司于1999年公开发行股票，后来在纽约证券交易所上市。公司致力于通过书籍、杂志、电视节目和促销活动来塑造玛莎·斯图沃特作为美国本土生活主角的形象。该公司于1999年10月19日以18美元的价格首次公开募股，但价格立即蹿升到37美元。公司有两类股票，其中一种控制公司投票权并被斯图沃特大幅持有。她持有公司61%的股权。在全媒体公司上市之后，斯图沃特至少在账面上成为百万富翁。她是公司首席执行官，还是纽约证券交易所的外部董事。

斯图沃特在她的电视节目和杂志文章中表现为一个有纪律的、形象良好的人。但有些人将她妖魔化为一个控制狂，瞧不起别人，冲员工大喊大叫，对工作日接触到的人十分粗鲁。斯图沃特被描绘成一个被上流社会宠坏的人，她几乎要用车碾压一个将篱笆建在她房屋旁边的园艺设计师，并咒骂他，对他尖叫。在该事件发生时，一位《国家调查者》（*National Enquirer*）记者出

书将斯图沃特描写成一个撒谎、有心计、卑鄙的人，她还喜怒无常，曾企图自杀和自残。[①]《国家调查者》跟进这本书并发表标题为《玛莎·斯图沃特患有精神疾病》的文章。斯图沃特以诽谤为由提起诉讼，要求赔偿1 000万美元，但后来该诉讼被放弃了。

这些新闻攻击应该提醒了斯图沃特，她将成为政府检察官的目标。检察官们读报纸，看标题，寻找知名度高的公众人物，特别是那些为人傲慢的人进行起诉。迈克尔·米尔肯就因此受到了教训。他被称为“垃圾债券之王”，处于一个完全合法且受人尊敬的金融领域。而这个称呼导致了对他的起诉。傲慢的妇女特别容易受到起诉并被算计。一个例子是“刻薄皇后”利昂娜·赫尔姆斯利（Leona Helmsley）。她因为小题大做、侮辱员工及周围的人而获此称呼。她是纽约酒店大王、百万富翁哈利·赫尔姆斯利（Harry Helmsley）的夫人。在广告中，利昂娜·赫尔姆斯利被描绘成只享用赫尔姆斯利酒店的高质量精英。1989年，当她的丈夫被发现在精神上不能出庭受审之后，她被判333项逃税罪。她的辩护没有起到作用，因为有人报告她说“只有小人物缴税。”监狱经历也似乎没有舒缓赫尔姆斯利的刻薄。她以同性恋为由解雇了Park Lane Hotel的经理，并因此被判罚1 000万美元赔偿金。法院注意到陪审团反应如此强烈是因为他们不喜欢利昂娜·赫尔姆斯利刻薄女皇的个性和麻木不仁，决定将罚金减少到50万美元。哈利·赫尔姆斯利死后没有被严厉地对待。人们还在纽约金融区百老汇大街上竖立着一个大型的纪念物纪念他。

前美国小姐、社会名流、纽约文化事务专员贝丝·迈尔森（Bess Myerson）因涉嫌盗窃而被逮捕。时任美国检察官鲁道夫·朱利安尼还起诉她通过给一个法官女儿找工作的方式而行贿该法官。经过两个月的审判，迈尔森被判免于行贿罪，但仍因对一前男友进行电话骚扰和从事各种可疑的金融交易而受到批评。另一个被妖魔化、然后站在被告席上的霸道女人是菲律宾的前第一夫人伊梅尔达·马科斯（Imelda Marcos）。她变得声名狼藉是因为她的壁橱里挂了成千上万双鞋，新闻界将她称为“世界级的购物者”。在她丈夫死

---

① Jerry Oppenheimer, *Martha Stewart: Just Deserts: The Unauthorized Biography.*

后，朱利安尼的办公室指控她诈骗和敲诈勒索，帮助丈夫从菲律宾财政部贪污2.2亿多美元。她还试图与一个富有的沙特商人阿德南·哈肖吉（Adnan Khashoggi）合作，该商人曾卷入20世纪70年代洛克希德公司（Lockheed）可疑开支丑闻事件。哈肖吉因帮助马科斯家族隐瞒在纽约四座大楼的所有权而被起诉。政府试图根据伊梅尔达·马科斯奢侈的生活方式对她定罪，但陪审团最后裁决她和哈肖吉均无罪，一名陪审员甚至认为政府是"愚蠢的"。

玛莎·斯图沃特的犯罪

玛莎·斯图沃特在食药管理局公开宣布对Erbitux将采取行动前，卖出了英克隆制药公司3 928股股票。斯图沃特和塞缪尔·瓦克萨是朋友，并在美林证券公司共用一个股票经纪人。这位经纪人叫作彼得·巴卡诺维奇（Peter Bacanovic），曾在英克隆制药公司工作。瓦克萨和斯图沃特的女儿约会，玛莎·斯图沃特同瓦克萨以及巴卡诺维奇交往密切。瓦克萨、斯图沃特和巴卡诺维奇都是纽约的公众人物，这使得他们的案件成为重大媒体事件。

在SEC启动对瓦克萨的交易调查后，斯图沃特很快成为SEC调查的目标。斯图沃特告诉政府调查人员，她曾给彼得·巴卡诺维奇一定金额的止损指令，授权彼得在英克隆制药公司价格降到60美元后出售她的股票。她坚称这是早已存在的指令，当时并不知道瓦克萨在卖股票。这一点很重要，根据SEC内幕交易规则，一个已经存在的、卖出股票的交易计划不应被视为内幕交易。而止损交易属于这样的交易计划。

当SEC和联邦调查局调查巴卡诺维奇以及他的助手道格拉斯·法纳尔（Douglas Faneuil）时，他们都支持斯图沃特的证词。后来，美林公司律师发现斯图沃特出售英克隆制药公司股票的案件中存在问题，法纳尔和巴卡诺维奇随即被公司解雇。法纳尔就他欺骗政府调查的事认罪。法纳尔还表示，巴卡诺维奇承诺给他一部分奖金、额外的假期和旅行机票，要求他证实斯图沃特止损交易的故事并且否认斯图沃特同瓦克萨之间的交易。作为认罪的一部分，法纳尔同意就起诉斯图沃特和巴卡诺维奇作证。

此后，斯图沃特和巴卡诺维奇被起诉向政府作虚假陈述、阻碍司法公正

以及证券欺诈。斯图沃特辞去了全媒体公司董事长兼首席执行官的职位，并离开纽约证券交易所董事的职位。斯图沃特还不得不放弃她在CBS电视台早间档（Early Show）栏目作为常客露面的机会。丑闻发生后，全媒体公司两个月之内下跌了65%。

彼得·巴卡诺维奇被指控进行内幕交易，理由是他不恰当地使用了瓦克萨在美林公司的交易信息，将信息告诉斯图沃特。玛莎·斯图沃特没有被起诉内幕交易，是因为法律在内幕信息领受人是否违反SEC“Rule 10b－5条款”还没有明确规定。此外，斯图沃特并没有直接同瓦克萨沟通，同时瓦克萨出售股票的原因仍不清楚。SEC并没有那么腼腆，他们在一个相关的民事案件中起诉斯图沃特存在内幕交易。这次，政府起诉获得成功，在一些报道中被描述为莫须有的罪名。起诉认为，斯图沃特此前编造了止损交易的故事，目的是支撑自己公司的股价。如果她被发现从事内幕交易，交易将被市场阻止。这是一个全新的法律理论。这种新理论在刑事诉讼中不常用，但在安然事件后，所有的规则都没有了。

斯图沃特的节目开始

对玛莎·斯图沃特的调查肯定会成为头条新闻。这对国会的诱惑很难抵挡。国会的委员会开始对这一巨大的、不足5万美元的欺诈行为进行深入调查，如果可以算是欺诈的话。众议院能源和商业委员会主席、来自路易斯安那州的比利·托兹（W. J. “Billy” Tauzin）要求总检察长约翰·阿什克罗夫特（John Ashcroft）负责这个案件。托兹指出，国会调查人员发现斯图沃特在同法纳尔谈话后，立即通过她在英克隆制药公司的秘书给瓦克萨一条消息。这条消息是：“关于与英克隆制药公司的一些交易正在进行。她希望知道是怎样的交易。她正在去墨西哥的路上。”在墨西哥的度假在审判时被列出，政府律师指出，斯图沃特想将17 000美元花费作为公司的费用，尽管这件事同审判无关。

对斯图沃特的起诉就像是一场媒体节目。她的律师罗伯特·莫维诺（Robert Morvillo）对她因为知名度高而被作为攻击的目标十分不满并抱怨地

说:“这是因为她在一个男人主宰的世界,通过天赋、辛勤工作和努力付出取得成功而被作为攻击的目标吗?”《新闻周刊》指出“曼哈顿的陪审员长期喜欢通过打压强大而傲慢的女人来获取快乐”,并引用了伊梅尔达·马科斯、贝丝·迈尔森和利昂娜·赫尔姆斯利的例子。[①] 政府否认斯图沃特是因为自己的成功而被当成攻击的对象。斯图沃特开了自己的网站作为回击媒体批评的武器,并在《今日美国》刊登整版广告宣示自己的清白。她说她从经纪人那里接到一个电话,说“政府试图给我加一些莫须有的罪名”[②]。在芭芭拉·沃尔特斯(Barbara Walters)主持的一个电视采访节目中,斯图沃特回避了这个案子。

政府任命了一位女士卡伦·西摩(Karen Patton Seymour)负责斯图沃特案件,以中和性别偏见。斯图沃特也不需要戴手铐游街示众,因为这可能引起对她的同情,也证明了政府是多么令人不齿。斯图沃特在传讯中出现,媒体屏息凝视地对她进行了报道。那天,她有着“白色的风衣和匹配的伞”。

政府案件

斯图沃特和巴卡诺维奇的案子曾在下曼哈顿区一个联邦法庭尝试开庭。在这个法庭,陪审团和法庭的素描艺术家几乎都支持充分披露和公司治理。在对斯图沃特案件进行审理时,阿德尔菲亚(Adelphia)案件正在进行,泰科公司(Tyco)案件审理进入第六个月,世通公司的伯纳德·埃贝斯(Bernard Ebbers)被宣判定罪后带走。根据政府的指控,巴卡诺维奇在佛罗里达州度假时帮助瓦克萨出售英克隆制药公司的股票。2001年12月27日,巴卡诺维奇在法纳尔在线的情况下,给玛莎·斯图沃特打电话,想告诉她瓦克萨出售股票的事情。当时,斯图沃特正在前往墨西哥度假的私人飞机上,电话没有接通。法纳尔给斯图沃特留言,说巴卡诺维奇打过电话并且认为英克隆制药

① Peg Tyre and Daniel Mcginn, “A Big House for Martha? A Tough Indictment Raises the Specter of Prison Time,” p. 41.

② “Proclaiming Her Innocence and Asking for Letters from Her Fans, Martha Stewart Published an Open Letter,” *New York Post*, June 8, 2003.

公司的股价“将开始下跌”。

在德克萨斯州圣安东尼奥补给停靠时，斯图沃特的助手安·阿姆斯特朗（Ann E. Armstrong）将巴卡诺维奇的电话信息告诉她。斯图沃特让阿姆斯特朗帮她接通美林证券，想同巴卡诺维奇通话，但巴卡诺维奇当时在佛罗里达。之后，斯图沃特给法纳尔打电话。法纳尔告诉她瓦克萨和他的女儿正准备出售他们持有的英克隆制药公司股票。斯图沃特在电话里两次问到股价是多少，法纳尔答复 58 美元。斯图沃特跟法纳尔说她准备卖掉该公司的股票。这为她避免了 4.6 万美元的损失。对于作为百万富翁的斯图沃特来说，这个数目不算大，但她这一行为是错误的。

在目前阶段，斯图沃特可以因为出售股票而受到批评，但根据 SEC 内幕交易规则，她的行为难以被证明是错误的。后来是她给政府调查者的证词给她制造了麻烦。具有讽刺意味，也是特别需要注意的是，斯图沃特本没有义务向这些调查者报告。她本可以简单地告诉调查者，她行使第五修正案的特权。如果她这么做了，SEC 将留下一个存在疑问的内幕交易指控，该指控可能会被解决，可能被驳回或上诉，最糟糕的也就是予以罚款，而不会是致命的裁决。

斯图沃特接受了 SEC、FBT 和检察官办公室的调查。这样高等级的关注本应让斯图沃特产生警觉，她是因为社会知名度高而被作为诉讼目标。平均而言，仅是避免 4.6 万美元损失的内幕交易不应该受到这样的关注。对她的调查没有正式的记录。她的调查者证实，2001 年 12 月 20 日，她曾与巴卡诺维奇在年末评估缴税情况时达成一致，当英克隆制药公司股价跌到 60 美元时，巴卡诺维奇可以卖掉斯图沃特在该公司的股票。巴卡诺维奇也支持这样的表述，并声称他在 12 月 20 日劝说斯图沃特卖掉英克隆制药公司股票，因为该公司的股价已经跌到 64 美元，但斯图沃特认为公司的新药将取得成功，不愿卖掉股票。巴卡诺维奇说，他建议她授权一个止损指令作为预防机制。

斯图沃特否认知道巴卡诺维奇 12 月 27 日传递给她的关于英克隆制药公司股价下跌的电话信息。根据调查者反馈的情况，斯图沃特说那天她同巴卡诺维奇通话，要求卖掉英克隆制药公司的股票，因为她不想有人在休假期间

拿股票的事情烦她。事实上，她并没有和巴卡诺维奇通话，而是和法纳尔通的电话，他们谈论了瓦克萨卖股票的事。斯图沃特还说，她和巴卡诺维奇在那个电话中谈及全媒体公司和凯马特公司股票的事，而事实上他们根本没提这些事。政府的起诉认为，这也是斯图沃特和巴卡诺维奇共谋的一部分，他们企图隐藏实际发生的情况。斯图沃特还否认了解瓦克萨在巴卡诺维奇那里开立的股票账户，还说她不记得被告知瓦克萨一家正在出售英克隆制药公司股票的事。

政府指控巴卡诺维奇修改一张包含斯图沃特2001年12月1日在美林公司持有股票情况的表格。他在表格中关于斯图沃特持股情况作了些记号：在"英克隆制药公司"旁标记了"@60"，意思是斯图沃特要求在股票达到该价格时进行止损。政府的指控声称，这一标注同其他标注所用的墨水颜色有差别。根据政府的判断，这一标注是在其他标注之后所做，也是他们故意隐藏市场的进一步证据。这个标注引起双方专家就墨水颜色差别的法律含义进行了持久的争论。一个被质疑的文件检查者拉里·斯图沃特（Larry Stewart，同玛莎无亲属关系）受政府之托检查相关文件。他是美国秘密服务犯罪实验室（U. S. Secret Service crime laboratory）主任并声称是全世界该领域唯一真正的专家。但是，陪审团无法据此得出加上"@60"的记号是为了掩盖真实发生事情这一结论。

法纳尔后来作出反映斯图沃特的卑劣行为的证词，包括她在电话里用语粗鲁、抱怨美林公司等候音乐难听等。他还说斯图沃特听起来"像水下的狮子在咆哮"。[①] 辩护律师攻击法纳尔的信誉，说他吸毒并且在接受检察官好处后同意指认斯图沃特，但法纳尔坚持自己的第二个故事。更有破坏性的证词来自斯图沃特的助手安·阿姆斯特朗。她证实道，在政府开始调查后，斯图沃特修改了巴卡诺维奇12月27日给她的电话留言记录，将记录修改为"彼得·巴卡诺维奇回复英克隆制药公司，删除了巴卡诺维奇认为公司股价下降的表述。当时，斯图沃特重新考虑了该行为后，要求安将电话记录恢复回去。

① Jeffrey Toobis, "A Bad Thing: Why Did Martha Lose?" *New Yorker*, March 22, 2004.

安在证人席上描述这件事的时候哭了起来，使得整个事件看起来特别糟糕。政府认为，这一行为将作为斯图沃特罪证的一部分。

斯图沃特赴墨西哥旅行的同行伴侣玛丽安娜·帕斯捷尔纳克（Mariana Pasternak）的证词有些不确定，又充满犹豫。但她透漏了一条线索，称斯图沃特曾说过“让经纪人告诉你这些消息不是很好吗?”[①] 在交叉盘问中，帕斯捷尔纳克承认她不确认斯图沃特是否实际上使用了这些话，但破坏性依然形成。帕斯捷尔纳克的丈夫在她夫人知道斯图沃特卖股票的第二天，也出售了自己英克隆制药公司1万股股票。

在案件审讯中，也有斯图沃特的好消息。负责这个案子的联邦法官米里亚姆·锡达鲍姆（Miriam Goldman Cedarbaum）取消了对斯图沃特从事证券欺诈的指控。该指控称她欺骗政府以支持全媒体公司的股价，并可能导致时间最长的监禁——十年。在胜利的鼓舞下，斯图沃特的律师只作出粗略的抗辩。一位目击者、斯图沃特的经理人海蒂·德卢卡（Heidi DeLuca）证实，斯图沃特曾与巴卡诺维奇讨论过止损指令。但巴卡诺维奇此前在政府调查时否认这一对话。政府指出，斯图沃特给了德卢卡2万美元作为酬谢。辩护在斯图沃特和巴卡诺维奇未出庭作证的情况下就休会了。

斯图沃特还因出庭所穿服饰受到媒体批评，包括昂贵的设计师手袋和貂皮围巾。斯图沃特出庭所穿服饰的每一个部分都被媒体详细地描述。在案件审理中，斯图沃特的确也收到一些名人的支持，包括喜剧演员比尔·科斯比（Bill Cosby），在审判中他坐在斯图沃特后边。这是一个古老的抗辩律师的伎俩，最成功的是由华盛顿律师爱德华·威廉姆斯（Edward Bennett Williams）使用。1957年，卡车司机协会（Teamsters Union）的传奇领袖詹姆斯·霍法（James Hoffa）因被控贿赂而出庭受审。陪审团由反对霍法的黑人组成。威廉姆斯让著名的非裔美国拳击手乔·路易斯（Joe Louis）坐在詹姆斯·霍法的后面。这个策略被证明是有效的，霍法被判无罪。

斯图沃特使用这一名人策略有点过头了。她邀请演员兼脱口秀主持人罗

---

① Jeffrey Toobis, “A Bad Thing: Why Did Martha Lose?” *New Yorker*, March 22, 2004.

茜·欧唐内（Rosie O'Donnell）出庭。欧唐内刚刚解决她久陷僵局的、对以自己名字命名的杂志《罗茜》（*Rosie*）管理不善的指控。像斯图沃特一样，欧唐内由于美貌而出名，但被指控对下属有的卑劣和滥用行为。欧唐内无法出席斯图沃特的整场审讯，因为她需要飞往加利福尼亚参加一个同性恋的集体婚礼以登上旧金山报纸的头条。加利福尼亚州长阿诺德·施瓦辛格（Arnold Schwarzenegger）要求他的检查总长停止颁发这种结婚许可，集体婚礼也被加利福尼亚州最高法院宣告无效。在完成证词后，参与斯图沃特审判的陪审团认为名人出席庭审并没有给他们留下好印象。

经过陪审团三天艰苦的裁决，斯图沃特和巴卡诺维奇均被判有罪。在62岁，几乎经历了一辈子的成功和失败，玛莎·斯图沃特被判为一个有罪之人。除监禁外，她失去选举权，被禁止作为公众公司的管理人。在审讯过程中，全媒体公司股价下跌，她损失4亿美元。全媒体公司的其他股东也受到损失。在判决当天，全媒体公司股价下跌23%。这些都是因为当时为避免4.6万美元损失而进行的交易。

后续发展

玛莎·斯图沃特的案子充满讽刺意味。如果斯图沃特未同调查人员谈话，就不会有指控。她没有对事件引起基本警觉，让人莫名其妙，特别是她请知名律师事务所 Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 代理她的案件。她的律师们当然应该知道政府调查人员常用的诱捕技术，一种从20世纪50年代起诉黑帮的“伪证陷阱”学来的技术。当内幕交易者否认，许多内幕交易案件会被证券交易委员会提交给犯罪审判当局，因为他们几乎不可避免地要否认，他们使用内幕信息交易。

瓦克萨博士被关在监狱，没法救更多的人了。但他的药品 Erbitux 在应对结肠癌中显示出很强的效果，于2003年9月被食药管理局认可。该药每年为英克隆制药公司创造10亿美元的销售额，尽管初始销售会比预期慢一些，因为治疗的平均成本需要16万美元。有意思的是，当瓦克萨和斯图沃特卖出股票的时候，恶意收购者卡尔·伊坎（Carl Icahn）却在买入股票，并在2004年

5月股价上升到70美元以上时盈利2.5亿美元。

玛莎·斯图沃特的代理律师罗伯特·莫维诺因拒绝让斯图沃特发言作抗辩、取消有可能使她免于牢狱之灾的认罪协议（plea deals）而受到批评。哈佛法学院教授亚伦·德萧维奇（Alan Dershowitz）对他的批评最为严厉。在《华尔街日报》一篇文章中，德萧维奇还批评 Wachtell, Lipton 律师事务所的律师，认为他们不应该在斯图沃特被起诉之前就让她接受政府调查。此后，德萧维奇受到迈克尔·阿姆斯特朗（Michael F. Armstrong）和其他一些著名律师的攻击，因为他们认为德萧维奇不应当猜测莫维诺不让斯图沃特抗辩的决定。他们指出，德萧维奇不知道莫维诺作出这一决定所依据的现实情况。而认罪协议也不会增加斯图沃特的牢狱时间，因为在任何情况下，她被判处的监禁时间都不会超过认罪协议后判处的时间。

当发现一位陪审员依据斯图沃特前期不当行为的调查而作出判断后，又出现了些戏剧性的事情。法官基于这一信息否决了因此提出的重新审判抗辩动议。另一件事情是对政府字迹辨认专家拉里·斯图沃特关于伪证罪的起诉。他因错误地证明玛莎·斯图沃特一案中“@60”是后加的而遭到起诉。抗辩律师再一次要求重新审判，但政府否决了该动议，因为陪审团并没有依据“@60”对案子进行判决。陪审团同样认为拉里·斯图沃特没有犯伪证罪，因为他的错误报告并没有影响玛莎·斯图沃特一案中陪审团的判断。陪审团同意政府的决定，不同意重新审判。

斯图沃特被判处5个月监狱监禁、5个月家庭软禁并罚款3万美元。巴卡诺维奇被判处相同时间的监狱监禁，但仅被罚款4 000美元。作为对他证词的奖励，道格拉斯·法纳尔仅被判处2 000美元罚款。在宣判之后，斯图沃特立即发表声明，哀叹“这件微小的个人事件”在“几乎致命的媒体环境中”“完全被放大得不成样子”①。她知道这个判决对公司股东的破坏性效应，200名员工被迫离职。可能是最不友好的一个举动是，斯图沃特之前的好友、参议员希拉里·克林顿公开宣布，她将把斯图沃特此前捐助的1 000美元竞选金

① Constance L. Hays, "Martha Stewart's Sentence: The Overview," *New York Times*, July 17, 2004.

捐给慈善事业。

玛莎·斯图沃特一案宣判后，全媒体公司的股价几乎上涨了40%。她去迎合脱口秀圈子，以维护她的公众形象和公司股东的财富。她决定不等上诉结果就开始服刑，并被安排到西弗吉尼亚州一个低度设防监狱卡布卡克营（Camp Cupcake）服刑。在服刑之前，斯图沃特同全媒体公司签署了一份新的工作合同。根据这一合同，她可获得90万美元年薪、10万美元费用补助、从50万美元到135万美元不等的奖励金以及一笔20万美元的签字费。在宣布收购凯马特公司和西尔斯百货（Sears）之后，全媒体公司的价值快速上涨。

2005年3月，玛莎·斯图沃特从监狱释放，又引起另一场媒体风暴。她的照片登上《新闻周刊》（*Newsweek*）封面，CNBC电视台在《华尔街日报》刊登了整版广告宣传她。在服刑期间，斯图沃特就宣布她将主持一档类似唐纳德·特朗普（Donald Trump）《学徒》（*the Apprentice*）但又有所差别的电视节目，该节目将围绕那些炒掉苦苦寻找工作的人的冷血老板。在她服刑期间，全媒体公司股价上涨了3倍，使她在退休前身价达到10亿美元。斯图沃特甚至把她的监狱生活变成了时装秀，她穿着狱友编织斗篷出现在公众视线中。她的家庭软禁被延长了3周，因为她违反了一些监禁规则，很可能是因为一次未被同意的雪地摩托骑行。

塞缪尔·瓦克萨举报另有两人在2001年12月出售英克隆制药公司股票。政府随后起诉了他们。其中一位看起来不像特别危险的罪犯。他是兹维·福克斯（Zvi Y. Fuks）博士，史隆基达宁癌症中心（Memorial Sloan - Kettering Cancer Center）放射肿瘤学系主任。政府没有解释为什么在斯图沃特获释后拖延了很长时间才提起这些诉讼，但是有人推测是塞缪尔·瓦克萨为了减少自己的刑罚，想同斯图沃特一起回到社会圈子，而举报这些人。

第2节　分析师丑闻

分析师的作用

充分披露制度旨在给金融分析行业加一个“守门员”职能。分析师会审

查复杂、冗长的上市公司向SEC提交的会计报表，之后发布分析报告，向公众提供有关股票是否可以作为良好投资选择的观点。分析师还会跟踪有关公司，帮助投资者跟上形势的发展。分析师为公司未来每季度的成长设立目标（或预期），并评估公司现金流、债务负担和其他金融数据。分析师还会通过各种“信号”来提醒投资者有关股票的情况，包括“买入”“持有”或“卖出”。

一些分析师会跟踪同一只股票，他们“共同的估计”就成为公司管理层不得不达到的标准，如果这些公司希望能够被分析师们推荐。如果没有达到分析师们制定的目标，即使只在一个季度，也将导致股价大幅下跌，因为“趋势投资者”会大批地卖出该公司股票，而转向其他投资。共同基金和货币基金管理者也会卖出有关股票，因为他们也是根据分析师季度报告来开展投资。使这一恶性循环更加严重的是，公司管理层通常不会追求长期经营目标，而是受他们的股票期权所激励，努力创造出分析师需要的季度结果。否则，公司股价下跌，将使他们的期权受到损失。这导致盈余管理或“平滑”，像它们有时被委婉地称呼，包括甜品罐储备（cookie jar reserves）、阻塞分销渠道等其他策略。如果产量增长落后于分析师的预期，管理层会不考虑成本地买入其他公司而快速地改善该数字。如果债务过高，管理层可以把债务移出资产负债表以快速地改善债务数据。如果现金流没有达到分析师的期望，结构化金融手段就会被使用。安然公司和其他丑闻事件显示出大量类似行为。

职业股票分析师是长期被批评的对象。本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Dodd）在他们1940年出版的经典的《证券分析》（*Security Analysis*）一书中描述：

> 1927年之前，证券分析业不间断地向前发展，大家越来越关注各种金融报表和统计数据。“新时代”从1927年开始，分析方法逐步被抛弃，人们仍重视事实和数据，却被一种伪分析操纵，以支撑这个时代的骗局。[1]

---

① Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis*, p. 17.

格雷厄姆和多德认为，分析师没有办法向投资者保证收益，特别是在运气和分析所发挥作用差不多的投机市场中，因为“在投机性市场中，分析师的立场最好是不确定的，一定程度上缺乏职业尊严，就好像分析师和命运女神在投机的钢琴上共同演奏二重奏，而善变的女神则要求弹出所有的曲调。”① 格雷厄姆和多德进一步表示担忧：

> 当事实被呈现出来，这对分析师来说是一个伟大的时刻。这也意味着分析师必须对会计方法具有高度批判性。最后，他还必须关注所有影响证券持有者的公司政策，因为他分析的证券的价值很大程度上依赖于公司管理层的行为。这一类的行为包括是否进行资本化、红利和扩张政策、管理层补偿甚至是继续持有或变现一个不盈利的业务。
>
> 在这些各种各样的输入问题中，证券分析可能有能力表达关键的判断，避免错误，纠正滥用，并更好地保护那些拥有债券或股票的投资者。②

20 世纪末的分析师不会提供上述服务，相反，他们从事着格雷厄姆和多德谴责的“伪分析”。

监管分析师

多数为大经纪人或投资银行家工作的证券分析师都签署了承诺销售的协议。这就导致利益冲突，因为投资银行家不希望分析师批评他们承销的股票。分析师还可以从投资银行获得非公开信息用于投资分析。几十年来，分析师和投资银行家之间被建立了一道“长城”，阻止信息的流动，以减弱利益冲突。但分析师可以被“运过”长城以帮助投资银行家和客户建立联系。在这种情况下，分析师必须放弃跟踪相关股票，直到投资银行公布相关操作或有关信息变得不具有实质效应。此外，“限制列表”的措施也被使用，防止分析师就其客户正在公开发行的股票发布报告。这样有关报告就不会被利用来操

① Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis*, p. 29.

② Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis*, p. 30.

纵股票发行。另一种工具“关注列表”也被使用，用于识别可能同分析师存在利益冲突的投资银行客户。在此情况下，会对分析师施加额外的监管以防止滥用信息。

上述安排得到SEC的支持，但同时引起一些有趣的事情。例如，分析师是否应该在投资银行家得到关于股票发行者非公开的负面信息后，继续推荐该股票。根据假定，“长城”避免了分析师知道该信息，依赖分析师报告的投资者仍将根据报告买入或持有该股票。当股价下跌后，这些投资者就会非常不高兴。此外，分析师的薪金至少会依赖于他们受雇公司的整体表现。而公司的整体表现很大一部分来自投资银行业务。因为这个原因，分析师在批评一个投资银行客户时会非常犹豫。

市场的解决方案

对这些利益冲突的市场解决方案是“折扣经纪人”（discount brokers）。这类经纪人在1975年5月SEC取消关于经纪业务固定佣金的限制（通常被称为“华尔街的五一节”）后大量出现。经纪业务佣金最初被固定下来是因为《梧桐树协议》（*Buttonwood Agreement*）。该协议是1972年一批经纪人在一棵梧桐树下签署的，其目的是控制住刚刚成型的纽约股票市场。后来固定佣金就被继承下来并成为纽约证券交易所的基础之一。SEC取消固定佣金的做法，创造了折扣经纪人。他们可以减少佣金，因为他们不需要支付昂贵的研究费用。而那些雇用分析师开展研究并提供投资建议的经纪公司被随之称为全业务公司。市场领先的折扣经纪公司嘉信理财（Charles Schwab & Co.）通过宣称全业务公司存在利益冲突、无法解释高佣金用途而成为美国最大的经纪公司之一。正像最高法院所说，“嘉信理财被称为‘折扣’经纪公司，就是因为它收取的佣金低。嘉信理财可以比全业务公司承受低佣金，是因为它不提供投资咨询或分析服务，只执行客户买入或卖出的指令。”[①]

折扣经纪人公司的存在似乎可以解决分析师利益冲突问题。投资者选好

---

① *Securities Industry Association v. Board of Governors of the Federal Reserve System*, 468 U. S. 207, 210, n. 2 (1984).

股票之后，可以通过嘉信理财或其他折扣经纪人以较低的佣金进行交易。投资者也可以使用价格较昂贵的全业务经纪公司提供的服务，包括听取存在利益冲突的投资建议。不知道投资者如何选择，阻碍了利益冲突的解决。实际上，折扣经纪人的出现反而加剧了分析师的利益冲突。全业务经纪公司被迫更加重视投资银行业务和交易业务，因为他们的佣金收入因折扣经纪人的存在而减少。这样，分析师会更加支持公司的投资银行业务，该业务往往比佣金收入高。有意思的是，嘉信理财的资产一度比美林证券公司还高，却在20世纪90年代市场上行期开始向投资者提供咨询服务。

全面信息披露原则

《1933年证券法》禁止股票发行人秘密地向分析师提供好处，以避免分析师兜售该公司股票。但事实证明，这在减少分析师滥用职权方面并不有效。20世纪90年代，市场处于上升期，SEC主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）要求对分析师施加更多监管。1999年10月，他在纽约经济俱乐部（Economic Club of New York）发表演讲，描述华尔街存在一个“功能失调的关系网”。莱维特谴责很多分析师“急于发布一些将青蛙说成是王子的报告”。安然公司丑闻之后，莱维特再次批评道，当安然公司股价已经跌落到每股75美分，17位跟踪安然公司分析师中，仍有12位给予其持有或买入的评级。事实上，当10月16日斯基林（Skilling）离职导致安然公司股价陡然下跌，17位分析师中的16位仍给予其“强烈买入”或“买入”的评级。莱维特强调，没有经验的投资者无法理解分析师的作用或分析师释放信号的含义，而有经验的投资者可以做到这一点。但分析师的“信号”的确是令人感到迷惑的。比如，所罗门美邦公司使用股票五级评级法：买入、超出预期、中性、低于预期、卖出。其他公司使用不同的信号，即使信号相同，它们的定义也存在差别。

金融分析师也曾一度为推行全面披露制度提供了额外的价值。这一价值一定程度上依赖于分析师分析那些提交给SEC的、经常有夸大成分金融报告的能力。而分析师的真正价值在于获取非公开信息的能力。一些分析师积极寻找公司报告中数字背后的事实。这些分析师会和公司管理层交朋友，同公

司雇员建立关系，以获得关于公司运作的“有颜色”或其他“软”信息。在雷蒙德·迪尔克斯案件中，分析师曝光了20世纪70年代权益融资（Equity Funding）公司的大规模欺诈行为。正是分析师同该公司的接触，才使他有能力曝光相关行为[①]。

分析师从这些渠道获得的信息，无法从公司管理层的新闻发布会或提交给SEC干瘪的、过时的报告中获取。这种从提交SEC报告之外搜索信息的努力，给SEC全面披露制度提出一个问题，即这种软信息是否破坏了全面披露制度，因为分析师在调查过程中获取了不平等信息。在雷蒙德·迪尔克斯一案中，SEC放弃了要求禁止分析师从公司执行官那里获取信息的努力。结果就是分析师继续同公司管理层、雇员等接触，获取信息。但是，SEC是不容易忘记这件事的。多年之后，SEC主席亚瑟·莱维特致力于通过推动一项叫作SEC全面信息披露原则（Regulation FD）来扭转最高法院的裁定。其中，FD是full disclosure（全面披露）的缩写。上述原则禁止分析师从公司工作人员获取信息，除非有关信息同时提供给媒体。

全面信息披露原则给了最高法院一巴掌。更重要的是，它阻塞了分析师拥有的唯一独立的信息来源。根据扭曲的政府逻辑，SEC认为市场只有在所有人同时获得信息时，才能合理地给公司定价。莱维特强调，全面信息披露原则实施后，将为投资者提供意想不到的信息资源。但事实上，这些资源仅是由被操纵的财务报表提供，这一点在20世纪末被指出了。同时，美国国家经济研究局（National Bureau of Economic Research）的一项研究表明，全面信息披露原则导致分析师放弃跟踪小型公司。这使得小型公司更难销售股票。原则导致分析师对小公司跟踪下降17%，对中型公司跟踪下降5%。

SEC根据全面信息披露原则发起的第一起起诉是针对美国先灵葆雅公司（Schering - Plough Corporation）董事长兼首席执行官理查德·科根（Richard J. Kogan）。SEC控告理查德·科根私自会见分析师和投资组合管理人，“通过语言、声调、强调、举止等的组合，透漏关于公司盈利的负面、非公开预测

---

① *Securities and Exchange Commission v. Dirks*, 463 U. S. 646 (1983).

信息，包括分析师关于该公司2002年第三季度盈利预期过高、2003年盈利会严重下滑的信息”。[①] 显然地，全面信息披露原则已经拓展至人的面部表情。西贝尔系统公司（Siebel Systems Inc.）因为违反全面信息披露原则而被捉住两次。第一次，公司首席执行官汤姆·西贝尔（Tom Siebel）被诉在投资者会议上进行有选择的披露信息。公司因此被罚款25万美元。第二次，公司工作人员私自向现金资产管理人提供乐观的估计，而公开信息反映的都是较悲观的。美国商会支持西贝尔的公司，强调全面信息披露原则违背宪法规定的言论自由。没有让人感到意外的是，一批法学教授反对商会的观点，支持全面信息披露原则。他们支持任何领域的言论自由，除了在美国公司业的言论自由。负责这个案子的联邦地区法官乔治·丹尼尔斯（George Daniels）不久就驳了SEC的面子，否决了SEC的起诉，认为SEC行政过于激进。丹尼尔斯法官表示，SEC对全面信息披露原则的理解将阻碍投资者所需信息的传播。在另一个例子中，SEC控诉福斯公司（Flowserve Corp.）和它的首席执行官斯柯特·格尔（C. Scott Greer）以及另一位高管，认为他们向分析师重复告知已公开发布的预测信息。被告以向SEC支付40万美元罚金而解决了案子。

兜售股票

当分析师被否认拥有优势信息可以销售时，他们只剩下像骗人的万金油推销者一样去鼓吹和兜售股票。1998年《华盛顿日报》一篇文章写到，分析师已经成为公司投资银行家的“啦啦队长”。玛丽·米克（Mary Meeker）1998年被《巴伦周刊》（*Barron's*）称为“关系网女王”，因为她大肆宣传她所在公司摩根士丹利承销的互联网公司首次公开发行的股票。很多股票后来变成投资者的灾难。其中一只股票，价值在线（Priceline. com），即使在股价下跌时，米克仍推荐买入。1999年5月，这只股票价格达到每股134美元，后来又跌至个位数。但这样的推荐并没有影响米克在行业中的地位，她2004年仍联合牵头摩根士丹利科技部门的研究。泡沫中另外一位乐观的分析师是

① *In re Schering - Plough Corporation*, Securities Exchange Act Release No. 48461 (S. E. C. September 9, 2003).

高盛公司的艾比·科恩（Abby Joseph Cohen）。她也没有被给投资者造成严重损失的市场崩溃所打倒。2004 年 2 月，科恩预测道琼斯指数一年之内会突破 11 800 点。这将超越 2000 年末泡沫时道琼斯指数达到的 11 722 点的顶峰。在那时，科恩的观点是鲁莽的，但 2004 年大选后道琼斯指数一路向那个高点狂奔。2005 年 2 月，道琼斯指数比最高值低 1 000 点，但这仍是从 2000 年泡沫破裂和“9·11”恐怖袭击之后的低点恢复起来的。3 月，道琼斯指数仍显示强劲势头，在 3 月 5 日达到 10 940 点。

当分析师只是充满热情，推荐人们购买股票时，他们已经失去了作为分析师的作用，变成了股票兜售者。很多分析师在一家公司破产前都从来没有给出过“低于表现”或“卖出”的评级。分析师很多只是在买入一边作评价。纽约总检察长艾略特·斯皮策表示，所罗门美邦公司对所跟踪的 1 000 余只股票，从未给出“卖出”评级，也只给出 15 个“低于表现”评级，而其中大多数股票的价值正在下跌。另一项研究显示，在 2000 年分析师买入/卖出推荐比是 100 比 1。SEC 一项检查发现，华尔街八家顶级投行的分析师对所在公司承销的股票都给予买入的评级。其中，16 个分析师对自己购买的股票也给出“买入”的评价。这可以被解释为他们对自己的研究有信心，但也引起人们的担忧，担心他们利用推荐让自己所持有的股票升值。

利益冲突增加

尽管公司内部存在“防火墙”，但由于分析师的报告的分析价值不断减小，他们就和从事投资银行业务的同事逐渐结成联盟。分析师变成了公司投资银行客户股票的推销员。分析师的奖金同投资银行业务的利润相挂钩，使得分析师在确保投资银行客户开心这件事上也有了共同利益。他们可以通过推荐客户的股票而让他们开心。如果分析师的报告冒犯了投资银行的客户，分析师就可能面临解雇的风险。马文·罗夫曼（Marvin Roffman）是 Janney Montgomery Scott 公司的一名分析师，发现自己 1990 年批评了唐纳德·特朗普的泰姬马哈赌博项目（taj mahal gambling project）之后面临很多困难。特朗普让公司解雇了罗夫曼。罗夫曼提起诉讼，公司赔偿了 75 万美元，特朗普也赔

偿了一部分。

SEC 法律总顾问大卫·贝克尔（David Becker）在安然公司倒闭前说："让我们直白一些。交易商和经纪人雇用分析师，是因为他们能帮助销售股票。这没有什么恶毒或不光彩的，但大家不应当抱有这样的幻觉，认为交易商雇用分析师就是为了简单地提供公共服务。"① 另外一个问题是华尔街分析师存在从众心理。"共同的估计" 意味着一定程度上的一致性。华尔街经常会向一个方向走，直到市场出现剧烈而无法忽视的反转。这意味着，当股票市场处于上升态势，从众心理会推动大家认为市场会继续上涨，直到股价下行已经变得全世界都知道。同样地，当利率较低时，华尔街认为低利率会继续保持下去，并以此为基础构造一些策略。这些策略在利率提高时就会造成损失。分析师会像记者一样，阅读其他分析师的报告并接受其他人的观点。一项研究发现，分析师在 2000 年股票市场达到顶峰时推荐各种股票，这一乐观情绪一直延续到 2001 年，而市场下行趋势已经变得很明显了。② 分析师还有其他纰漏。他们经常会出错。研究表明，在 20 世纪 90 年代的前五年，分析师预测的公司盈利平均比实际低了 50%。公司管理层在此后五年纠正这一问题而试图达到分析师的预测。

花旗集团

2001 年，桑迪·威尔（Sandy Weill）以花旗集团董事长的身份当选为纽约联邦储备银行理事会成员。他发现运营多元化的金融服务公司存在一定弊端。威尔和花旗集团的子公司所罗门美邦公司因公司分析师和投资银行家之间的利益冲突而受到纽约总检察长艾略特·斯皮策攻击。

所罗门美邦公司的杰克·格鲁布曼（Jack Grubman）被纽约证券交易所称赞为"杰出的电信分析师"。所罗门美邦公司从格鲁布曼跟踪的公司收取投

① U. S. Senate, Committee on Governmental Affairs, "Hearing on the Watchdogs That Didn't Bark: Enron and the Wall Street Analysts," p. 3.

② U. S. Senate, Committee on Governmental Affairs, "Hearing on the Watchdogs That Didn't Bark: Enron and the Wall Street Analysts," p. 4.

资银行费达8亿美元之多。格鲁布曼在公司内部说这个数字要更高些，他说自己作为独立分析师的同时涉及的投资银行收入达11亿美元。格鲁布曼自己也获得丰厚的收入，1998年至2001年他每年收入2亿美元。这使他成为华尔街收入最高的分析师之一，但他在公司零售业务经纪人对100名分析师评级中还排在最后一名。一位经纪人说，格鲁布曼是“显而易见的利益冲突中的典型人物”。另一位经纪人说，“我希望美邦公司为格鲁布曼创造的投资银行收入感到高兴，因为这些收入来自零售客户的损失。”[①]

1998年至2002年，格鲁布曼跟踪的股票达到36只。“这些股票中很多都出现价格下跌，还有16家公司破产。但格鲁布曼从来没有发布过‘卖出’的评级，只作出2个‘低于表现’的评级。”[②] 格鲁布曼在邮件中承认，他本想下调几家面临破产公司的评级，但受到来自投资银行家“巨大的阻力”。格鲁布曼的邮件里包括一些愤世嫉俗的评论，表明他给股票评级时主要是为了让客户开心，而不是基于基本面分析或技术分析。在一封邮件里，他把一家公司称为“猪”，并警告这家公司的股票价格将跌至零，尽管他刚刚发布了一篇关于这家公司正面的研究报告。所罗门美邦公司的分析师被告知要调整对投资银行客户的盈利预期，这样这些公司就可以达到预期，股价也会相应地上涨。[③]

更令人惊讶的是格鲁布曼对美国电话电报公司（AT&T）看法的转变。格鲁布曼对AT&T一直保持“中性”的评级，这在泡沫时期实际上是相当负面的评价。花旗集团董事长桑迪·威尔也是AT&T董事会成员，AT&T管理层向他抱怨格鲁布曼对AT&T的评价。[④] 后来，格鲁布曼在一个工业贸易展中没有把AT&T列入未来最重要的远程通讯公司名单。AT&T公司管理层对此表达了强烈的愤怒。格鲁布曼因为这一遗漏专门写了道歉信。威尔要求格鲁布曼“重新审视”提高AT&T的评级。格鲁布曼这么去做了，进行了全面的评估。

---

① Simon English, "Grubman Still Going In at Citigroup," *Daily Telegraph* (London), August 19, 2003.

② *State of New York v. Anschutz et al. Complaint*, Supreme Court of New York, September 30, 2002.

③ *State of New York v. Anschutz et al. Complaint*, Supreme Court of New York, September 30, 2002.

④ The description of these events is drawn from Citigroup Global Markets, Inc., New York Stock Exchange Hearing Panel Decision No. 03-72 (April 22, 2003).

在评估过程中，威尔不断要求格鲁布曼使用全新的目光。在评估进行的过程中，威尔帮助格鲁布曼的孩子申请到92街Y学前项目。该项目汇聚了纽约精英阶层团体，等同于申请到常春藤大学。在意识到“为了自己的孩子，什么事都可以做”后，格鲁布曼发布了一份36页的报告，上调了AT&T公司的评级。这使得所罗门美邦公司成为AT&T公司106.2亿股股票的牵头承销商和联合管理人。这为花旗集团投资银行业务赢得收入4 500万美元。

格鲁布曼后来的邮件表明，他受到威尔的压力而上调AT&T公司的评级，也“利用桑迪让孩子上了92街Y学前班项目（这比上哈佛大学还难）”。格鲁布曼也知道AT&T公司的首席执行官是花旗集团董事会的外部董事。花旗集团和旅行者保险公司（Travelers Insurance）合并后，约翰·里德（John Reed）和威尔平分了公司控制权。在同里德争夺公司控制权过程中，威尔需要这位外部董事的支持。里德和威尔在花旗集团董事会出现严重的对峙。格鲁布曼扬扬得意地说他和威尔将AT&T公司“玩弄于股掌之间”。

威尔曾给92街Y项目董事会成员打电话，说学校如果能接收格鲁布曼的孩子，他将“非常感谢”。该董事会成员理解，威尔的感谢将变为对向学校捐赠。毫无疑问的，格鲁布曼的孩子被这所“小哈佛”接受；同时作为感谢，花旗集团向该校捐赠了100万美元。格鲁布曼的感谢没有持续很长时间。“2000年5月17日，在AT&T公司公开发行股票三周后，他的孩子进入92街Y项目学前班两个月之后，AT&T公司发布令人失望的盈利报告后，格鲁布曼发布了一篇研究报告。在报告中，他将AT&T公司比作世通公司。”这时，AT&T公司已进入垂死挣扎状态。①

纽约总检察长艾略特·斯皮策将这个消息透露给媒体，引起媒体又一轮疯狂。后来，格鲁布曼说他编造了孩子申请92街Y项目的故事，但这一声明不能消除花旗集团暴露出的管理问题。格鲁布曼的电子邮件问题更加凸显互联网对华尔街的影响。华尔街人士的邮件经常毫无戒备，喜欢使用休闲和夸大的语言，这对检察官起诉非常有利。卡罗尔·卡特勒（Carol Cutler）向格

① The description of these events is drawn from Citigroup Global Markets, Inc., New York Stock Exchange Hearing Panel Decision No. 03－72 (April 22, 2003).

鲁布曼发送色情邮件，以劝说他同妻子离婚。这些邮件也被监管者要求阅读。斯皮策雇用的实习生在几千封邮件中搜寻可能存在的问题。监管者甚至要求大经纪人公司开发搜索引擎，在公司员工内部邮件中搜索存在问题的信息，这些信息后来被用来起诉他们自己。删除邮件不是一个好的选择。2002年12月，5家经纪人公司——花旗美邦（Citigroup - Smith Barney）、德意志银行、高盛集团、摩根士丹利、派杰投资银行（U. S. Bankcorp, Piper Jaffray Inc.）因为没有保存好邮件，支付了825万美元罚金。不久之后，摩根大通公司也因相同原因被罚210万美元。

斯皮策发现美林证券一位分析师公开推荐股票，协助投资银行业务，但在私人邮件里批评这些股票。斯皮策就继续盯着美林证券。这次调查的核心是亨利·布洛杰特（Henry Blodget）。他是有名的互联网分析师，也是美林证券互联网研究组组长。布洛杰特因预测亚马逊公司股价能涨到400美元而出名，因为这在当时认为是不可能的。布洛杰特预测之后不久，预言就实现了。布洛杰特在内部邮件中说，他曾向公众推荐的股票实际上是“废物”“狗”和“垃圾”。他收到一位机构客户邮件询问GoTo. com网站公司除了投资银行业务费之外，究竟还好在哪里。尽管布洛杰特正公开兜售这支股票，但他回复那位客户说，这只股票“一无是处”，是一个“火药桶”。布洛杰特还在一封邮件中称互联网资本集团公司（Internet Capital Group Inc.）是一个灾难，而此时美林证券正在公开报告中推荐这只股票。

布洛杰特的邮件被发现之后，斯皮策罚了美林证券1亿美元。美林证券还同意在研究报告中注明它同公司是否有投资银行业务关联并提供其他有关独立性材料。根据《纽约时报》记者库尔特·艾兴瓦尔德（Kurt Eichenwald）所述，美林证券解雇了约翰·奥尔森（John Olson），因为他在安然公司倒闭前给予其负面评价。这起解雇事件发生在安德鲁·法斯托（Andrew Fastow）抱怨有关报道并威胁收回安然公司在美林证券的投资银行业务之后。解雇事件之后，美林证券给安然公司的评级就提高了。法斯托还给所罗门美邦公司分析师唐·迪弗雷纳（Don Dufresne）类似的惩罚。解雇奥尔森还引出杨普华（Phua Young）的丑闻。杨普华是美林证券的分析师，他同泰科公司的丹尼

斯・科兹洛夫斯基（Dennis Kozlowski）交换贵重的红酒等礼物，并让泰科公司调查自己的未婚妻。联邦法官根据一些法律限制驳回了对美林证券的起诉。在另外一项行动中，纽约证券交易所发现美林证券的分析师彼得・卡鲁索（Peter Caruso）事先告诉客户他将降低对家庭补给站公司（Home Depot Inc.）的评级后，罚了美林证券62.5万美元。这被认为是违反SEC公开披露原则。美林证券另一位员工珍妮娜・凯西（Janina Casey）因事先向部分机构客户泄露报告而被罚15万美元。这些客户因事先得知的消息出售了几百万股该公司股票。美林证券两位伦敦的分析师2004年被中止业务，因为他们被怀疑有选择地泄露关于斯坦佰利（J. Sainsbury PLC）公司的研究报告。

首次公开发行股票违规

到这个时候，艾略特・斯皮策成了全国性公众人物。他被纽约的杂志评为"年度改革者"（Crusader of the Year）。伦敦《时代》周刊将他评为"年度商业人物"（Business Person of the Year）。斯皮策毕业于哈佛法学院，曾是《哈佛法律评论》的编辑。毕业后，他为一位联邦律师当文书，后来在一家纽约的律师事务所工作，泰科公司的马克・贝尔尼克（Mark Belnick）是这一时期这家律所的合伙人。此后，斯皮策在曼哈顿区检察长办公室工作。1994年，斯皮策竞选总检察长失败。1998年，他毫无畏惧地再次竞选该职位，并以微弱优势击败当时的在位者、共和党人丹尼斯・瓦科（Dennis Vacco）。斯皮策不能说有个卑微的职业开端。2002年，他报告的年收入约100万美元。他的富翁父亲为他两次竞选捐款900万美元，这引起对斯皮策违反纽约法律类竞选限制的起诉。这并没有阻碍他批评、起诉那些有问题的商人。斯皮策的夫人西尔达・华尔（Silda A. Wall）也是一位律师。她放弃了自己的事业，专心运营他们自己的基金会。这很好地配合了斯皮策的政治抱负。

艾略特・斯皮策起诉投资银行家向客户出售热门IPO公司的"钓鱼"股票（spinning），以获得这些顾客的投资银行业务。"钓鱼"不是一项新发明。这种分配方式在20世纪20年代违规案件中就已出现。摩根大通公司有一份热门股票"优先分配列表"，列表中包括政治人物、公司执行官和其他一些重要人物。

在这个列表上的人物有前总统卡尔文·柯立芝（Calvin Coolidge）、第一次世界大战美国军方领导人约翰·潘兴将军（John Pershing）、后来的财政部部长威廉·武丁（William Woodin）、大都会人寿保险公司董事长埃克（F. H. Ecker）、大通国家银行（Chase National Bank）董事长艾伯特·威金（Albert Wiggin）、国家城市银行（National City Bank）董事长查尔斯·米切尔（Charles E. Mitchell）、纽约证券交易所工作人员理查德·惠特尼（Richard E. Whitney）以及著名飞行员查尔斯·林德伯格（Charles Lindbergh）。

这种被斯皮策批评的“钓鱼”在实践中是符合SEC规定的。根据SEC规定，所有公开发行的股票必须以担任牵头承销人的投资银行确定的价格出售，而不论股票的市场价格是多少。为保证出售掉所有股票，承销人会将发行价格定在稍稍低于股票的预估市场价格。如果承销商低估了市场需求，发行的股票价格就被低估，出现超额认购。这些热门股票会立刻被销售完。承销商会选择由哪些顾客购买这些热门股票，为他们提供几乎是自动的、确定的大额收益。承销商认为，通过将这些股票分配给其他公司的管理层可以获得额外的收益。热门股票通常分配给承销商认为有价值的客户，“通常被认为分配给‘朋友和家人’”[①]，后来变成了“旋转”分配。艾略特·斯皮策笃定地认为这种普遍的商业行为是错误的。

1959年，SEC开展了一项关于热门股票IPO的研究，20世纪70年代进行了第二次。SEC为公众无法获得这些股票充足的信息而表达了关切。这些股票的价格在发行后先上涨，后快速地下降。为解决为承销商工作的公司管理层为自己账户购买热门股票这一问题，全国证券交易商协会（National Association of Securities Dealers Inc.，NASD）发布了一项指引“免费购买和持有的解释”。该指引禁止向承销人以及他们的“关联人”（雇员或亲戚）出售热门股票。这一指引后来进一步禁止向持有一定仓位的货币基金管理人出售有关热门股票。这一实践行为成为杰伊·里特（Jay R. Ritter）1984年一篇文章

① *Friedman v. Salomon/Smith Barney*, 2000 U. S. Dist. LEXIS 17785 (S. D. N. Y. 2000), *affirmed*, 313 F. 3d 796 (2d Cir. 2002), *cert. denied*, 157 L. Ed. 2d 43 (2003).

的主题。[1]

这并没有阻止向投资银行客户出售钓鱼股票的行为。在2000年的一笔钓鱼交易中，戴尔电脑公司董事长迈克尔·戴尔（Michael Dell）要求购买卡维斯公司（Corvis Corp）IPO发行的15万股股票。其实，在斯皮策提出起诉之前，SEC就注意到这种钓鱼交易行为。1993年，SEC起诉斯图尔特·詹姆斯公司（Stuart James Co.）向特定客户出售热门IPO股票。这些股票再转手卖给那些被诱导在不好的市场条件下买入的投资者。早在斯皮策发起起诉之前，SEC和全国证券交易商协会就在1997年调查这样的行为。尽管他们对这样的行为有了初步的判断，但明显不是很担忧。这就给斯皮策留出了空间，他肩负起起诉那些电信公司高管的责任。

艾略特·斯皮策起诉世通公司的伯纳德·埃伯斯、奎斯特公司的菲利普·安舒茨（Philip Anschutz）以及其他电信公司高管从事钓鱼交易，这些高管包括光纤网络公司（Metromedia Fiber Network Inc.）创始人史蒂芬·加罗法洛（Stephen Garofalo）、向25个州提供互联网和长途电话服务的麦克劳德美国电信（McLeod USA Telecommunications）公司创始人克拉克·麦克劳德（Clark McLeod）以及奎斯特公司的另一位高管约瑟夫·纳乔（Joseph Nacchio）。这些高管在所罗门美邦公司开立了“私人财富管理账户”。他们通过钓鱼交易获利超过15亿美元。斯皮策根据纽约《马丁法案》（*New York's Martin Act*）还起诉所罗门美邦公司根据自身投资银行业务需要发布有偏好的研究报告。后来，联邦检察官起诉奎斯特公司另一位高管马克·韦斯伯格（Marc B. Weisberg）向“朋友和家人”发售IPO股票，以谋取私利。他用这些股票换取奎斯特公司的合同，获利290万美元。他在这一分配中购买的股票有红背网络公司（Redback Networks Inc.）和阿卡迈技术（Akamai Technologies）公司的股票。

40个州的检察官加入斯皮策的工作，调查股票分析师推荐本公司所承销IPO股票的行为。在美国21家大公司高管被发现从高盛公司购买热门IPO股

---

① Jay R. Ritter, "The Hot Issue Market of 1980," p. 215.

票后，高盛公司在犹他州接受调查。高盛公司当时一定很惊讶，自己受犹他州管辖；因为犹他州离华尔街非常远。而这一调查安排的原因也很奇特。犹他州将高盛公司作为目标，是因为该州检察官发起很多针对个别投资银行家的起诉案。收到高盛公司 IPO 礼物的还包括福特汽车公司和网上拍卖公司 eBay 的高管们。福特汽车公司董事长小威廉・福特（William Ford Jr.）收到高盛公司提供的 40 万股股票。福特公司和高盛公司花了 134 万美元解决这一案件，其中 100 万美元给了福特基金会，其他的给了律师。

另一项受到攻击的 IPO 承销行为是对速卖行为（flipping）的限制。这些限制旨在防止投资者买入 IPO 股票并快速卖出，以获得快速收益。承销商并不喜欢这种速卖行为，因为如果速卖行为太多，完成全部承销有可能被延误或破坏。因此，承销商针对速卖行为设置了一些限制条款，包括允许承销商向卖出股票的公司收回承销费等。另一种限制措施是取消优先购买权，这意味着那些卖出股票的公司将被取消未来的优先购买股票的权利。这些限制速卖行为的措施被应用在存款信托公司（Depository Trust Corporation）建立的电脑系统当中。存款信托公司是负责处理和跟踪股票交易行为的公司。限制速卖行为的措施不是秘密。有报纸报道，在 20 世纪 90 年代，交易商向客户施加压力，要求他们在股票全部销售出去后再速卖持有的 IPO 股票。限制速卖行为的措施曾被起诉是反对竞争的做法，但一个联邦上诉法院驳回了这一起诉，因为这些限制措施是被 SEC 规则允许的。[①]

摩根士丹利和高盛公司各自向 SEC 支付了 4 000 万美元以解决 SEC 对它们的起诉。SEC 起诉两家公司要求以发行价格购买 IPO 股票的客户在股票开始交易时在二级市场上购买额外的股票。这一要求目的是推高 IPO 的价格。在互联网繁荣时代中的失败 IPO 经历的 300 多家公司同它们的承销商达成一项 10 亿美元的集体协议。根据协议条款，如果股票发行公司从承销商处收回 10 亿美元，它们将什么都不用支付；如果从承销商收回资金小于 10 亿美元，这些发行公司将自行承担余下的部分。

---

① *Friedman v. Salomon/Smith Barney*, *affirmed*, 313 F. 3d 796, *cert. denied*, 157 L. Ed. 2d 43.

弗兰克·奎特隆

1998年至2001年，瑞士信贷第一波士顿公司（CSFB）因为与科技公司IPO有关的投资银行业务盈利超过2亿美元。不久，CSFB就后悔收了这些钱。调查发现，CSFB的分析师受到公司投资银行部门的评估，他们的奖金也同公司投资银行业务收入挂钩。监管者起诉CSFB为获取高额的佣金收入，而将股票有选择地分配给部分客户，操纵高科技公司的IPO。为此，CSFB支付了1亿美元罚金。马萨诸塞州同时指控CSFB，因为它要求分析师兜售那些本身认为并不好的股票。CSFB的分析师曾发布关于数字影响公司（Digital Impact Inc.）和新思科技公司（Synopsys Inc.）正面推荐报告，但他们内部却在批评这两只股票。CSFB的分析师对另外两家公司，数字科技公司（Numerical Technologies Inc.）和永星交流公司（Winstar Communications Inc.）发布的研究报告，缺乏事实基础，却作出没有保证的承诺。这是因为他们受到来自投资银行业务的压力。另一份关于安然公司子公司新力控股公司（New Power Holdings Inc.）的研究报告被认为存在利益冲突，因为分析师在该公司有所有权。

弗兰克·奎特隆是CSFB的另一个问题。奎特隆是沃顿商学院的毕业生，获得斯坦福大学商学院MBA学位。他最初帮助摩根士丹利在科技行业开发投资银行业务，后来带着大部分员工去德意志银行，1998年又换到CSFB工作。在CSFB，奎特隆担任公司科技开发部负责人，这个部门在公司内部独立运作，从位于加利福尼亚州帕洛阿尔托（Palo Alto）的奎特隆办公室提供投资银行和研究服务。奎特隆的工作很成功。2000年，CSFB支付他1.2亿美元年薪。

奎特隆为两大最热门的互联网公司，亚马逊公司（Amazon. com Inc.）和思科公司（Cisco Systems Inc.）提供投资银行业务服务。他的团队提供的一项服务是为自己的投资银行客户开立私人投资账户。调查发现，奎特隆向这些私人账户分配热门IPO股票（内部称为“弗兰克的朋友们”）。这些股票平均为每位客户提供了100万美元的利润。其中一只是VA Linux Systems公司的股

票。该公司股票股价在交易首日上涨700%，使奎特隆的客户盈利1 000万美元以上。

奎特隆还利用CSFB的分析师推高投资银行业务客户的股价。这些分析师根据他们在相关投资银行业务上的交易额获得相应奖励。一位分析师因在为获得一个特殊投资银行客户发挥了关键作用，在“互联网公司处于困难时期仍支持有关公司”而受到内部表扬。客户只要同奎特隆签了投资银行业务合同，他们的股票就能在CSFB的分析师那里获得正面的评价。CSFB分析师中有一些不成文的规定，那就是“如果你给不出正面评价，那你什么都别说”“同其他分析师保持一致，不要尝试特立独行”。[①] CSFB的一些机构投资者会个别地收到关于一些股票的负面提示，而CSFB这时的公开评级仍是正面。

在另一个政府“抓住你”（gotcha）的案件中，奎特隆因妨碍司法以及在2000年12月转发的一封电子邮件中篡改事实而被逮捕。[②] 这封电子邮件来自CSFB执行部门全球总监理查德·查尔（Richard Char），查尔同时是一位代理律师。2000年12月4日，奎特隆收到原始电子邮件称，因为证券市场崩溃，集体行动指南应调整为科技领域的IPO项目都将受到“攻击”。电子邮件进一步建议，“在年末前（公司业务下降），应当向奎特隆团队成员发一份备忘录，提醒他们公司关于文件的保留政策”，并建议在雇员休假前完成文件清点工作。“今天，这是正常的管理清点。1月（传票收到后）做，这就成了不合适地销毁证据。”奎特隆回复了这封邮件，并针对最后一句话表示，“你不应该在电子邮件中开这样的玩笑。”

不到两个小时后，理查德·查尔再次给奎特隆团队发了封经修改的电子邮件。邮件标题是“是时候该清点那些文件了”。这封新邮件去掉了那些令人不愉快的话，引用了公司关于文件保留政策以及一个查看全文的链接。奎特隆同时加了一句警告的话，表示一旦提起法律诉讼，公司正常的文件保留政策也将被中止“（因为那构成破坏证据）”。

---

① *Swarb v. Credit Suisse First Boston*, Fed. Sec. 1.（CCH）§92, 924（D. Mass. 2004）.

② The description of these changes is based on the government's indictment. *United States v. Quathone*（S. D. N. Y. 2003）.

2000 年 12 月 4 日发完邮件之后不久，奎特隆准备向同一批收件人发送另一封电子邮件。邮件开头称他曾是一起证券诉讼案件的目击者。但奎特隆后来决定先不发这一邮件。第二天，奎特隆被 CSFB 告知在陪审团调查 CSFB 承销业务过程中，他需要自己雇用辩护律师。那天晚上，在工作结束后，奎特隆完成了前一天开始写的邮件并发送出去。奎特隆 12 月 5 日发送的电子邮件标题是“是时候该清理那些文件了”。这封邮件附上了 12 月 4 日发送的那封邮件并表示“作为一个在南德克萨斯一起证券诉讼案的目击者，我强烈建议你们根据这些步骤办事”。邮件中那起证券案件是关于电脑硬盘制造商米尼斯卡伯公司（Miniscribe Corp.）。该公司被发现为提高销售数据而向客户寄送砖头，之后于 1990 年申请破产。该公司还虚报海外不存在的存货。

在奎特隆发完邮件 5 分钟之后，理查德·查尔给奎特隆发来邮件说，CS-FB 已经在全国证券交易商协会（NASD）的要求下，中止了正常的文件保留政策。第二天早上，在加利福尼亚州商业活动开始之前，CSFB 的辩护律师告诉奎特隆团队，奎特隆邮件中催促的“编辑过程”（editing process）必须中止，因为要进行一次“常规监管调查”。由于时间缘故，没有人因为奎特隆 12 月 5 日的邮件而销毁有关文件，但有些文件因 12 月 4 日奎特隆收到的那封邮件而被销毁掉。

针对奎特隆的起诉是，他在知道全国证券交易商协会（NASD）正在调查 CSFB 关于 VA Linux 公司 IPO 事务的情况下，转发了 12 月 4 日的那封邮件。奎特隆还被起诉他知道 SEC 对 CSFB 股权承销业务开启了一项调查。该调查认为 CSFB 以高额的交易佣金为条件，向缴纳这些佣金的客户分配热门 IPO 股票。这一行为是陪审团广泛调查的主要目的，而奎特隆也是知道这一点的。

这起案件没有让人印象深刻的事情，除了有一个法官存在严重的偏见。这位老古董法理学家叫作理查德·欧文（Richard Owen）。他在整个案件审理过程中处处刁难奎特隆和他的律师们，还利用每个机会帮助政府赢得诉讼。他允许公诉人展示奎特隆在 1999 年至 2000 年两年间收取佣金 1.2 亿美元。而这与诉讼本身没有任何关系，其目的是利用一切手段误导陪审团。同玛莎·斯图沃特不同，奎特隆亲自出庭。奎特隆没有采取实事求是的态度，他否认

自己参与分配热门的IPO股票。为此，政府降低了对他的信任。为防止陪审团信任奎特隆，欧文法官告诉陪审团他本人对案件结果存在一定利益，请陪审团忽略奎特隆的证词。欧文法官甚至拒绝一个陪审员请求再次读一遍对奎特隆有利的证词的要求。这段证词来自CSFB一位投资银行客户，他说奎特隆邮件的收件人实际上并不持有正在接受调查的文件。

尽管有欧文法官的强迫性指示（Allen dynamite charge），陪审团并没有形成裁决决定。这样的起诉案通常会要求陪审团即使在存在不同意见的情况下，也要形成裁决决定。而且裁决通常是有利于政府的，例如，对亚瑟·安德森案件的裁决。尽管这样，奎特隆案仍以悬而未决结束，并于2003年10月宣布无效审判。事后，投奎特隆有罪的陪审员表示，在奎特隆出庭作证之前，他们本是想投他无罪。CSFB继续雇用奎特隆从事原工作。据报道，该公司2002年损失24亿美元。

当否决奎特隆的抗辩通过之后，政府要求再次审判奎特隆。由于公布泰科公司陪审员名单导致的后果，即一位陪审员因使科兹洛夫斯基一审无结果而遭到威胁，法官决定在对奎特隆再审过程中保持陪审员匿名。但不久，一个联邦上诉法庭认为这一匿名做法是错误的，因为破坏了第一修正案关于新闻报道的权利。奎特隆在再审中使用了那段受怀疑时间内的电话记录、收发的电子邮件等作为证据，以显示那封邮件仅是未事先准备的回复，而非有意为之。欧文法官继续对奎特隆持有偏见，其中一些做法被出庭观众当作笑料。但最终，他在2003年5月4日判奎特隆有罪，判处奎特隆监禁16个月。这远超联邦判决指导意见的上限。判决审查部曾建议5个月监禁加5个月狱外监控。欧文还拒绝了奎特隆的保释请求，但一个上诉法庭否决了欧文这一决定。奎特隆在后来上诉过程中得到了一些意想不到的帮助。全国刑事辩护律师协会（National Association of Criminal Defense Lawyers）和一些其他代表公共辩护人的组织形成一条法律意见，因为欧文法官在判决中存在明显的偏见。他们称对奎特隆的定罪是“法庭上的打劫”。

了结涉分析师案件

2002年12月24日，所罗门美邦公司同意向全国证券交易商协会支付500

万美元，以了结其分析师兜售电信公司永星通讯公司（Winstar Communications Inc.）的股票事件，而该电信公司在分析师推荐不久后就倒闭了。摩根大通公司花 2 500 万美元了结了 SEC 起诉它在科技泡沫过程中向特定客户分配热门 IPO 股票。这些客户获得股票分配的前提是，他们同意在二级市场上继续购买该股票以支撑股价。这种做法叫作“阶梯法”（laddering）。这些还都是些小额案件。2002 年 12 月，10 家投资银行同意向艾略特·斯皮策以及其他州、联邦和自律组织支付 14 亿美元，以了结一起涉分析师的案件。

这一案件涉及的投资银行包括花旗集团、所罗门美邦公司、瑞士信贷第一波士顿公司、摩根士丹利、高盛公司、雷曼兄弟、瑞银集团、德意志银行和贝尔斯登公司。花旗集团分析师杰克·格鲁布曼同意为自己的不当行为支付 1 500 万美元罚金并被要求禁止参与证券业务。但别担心，格鲁布曼此前从所罗门美邦公司辞职时曾获得了 1 950 万美元的离职金。格鲁布曼后来成为国外数字电视设备制造商独特设备公司（Distinctive Devices Inc.）的咨询师，还使得该公司的股价大幅增长。但格鲁布曼的问题远没有结束。他还面临 1 000 多项对他的起诉。美林公司分析师亨利·布洛杰特被罚款 200 万美元并被终生禁止从事证券业务。布洛杰特刚开始工作时，在微软公司旗下网络杂志《岩石》（*Slate*）做自由撰稿人。他在该杂志报道了玛莎·斯图沃特案件的始末。

监管者同意放过花旗集团董事长桑迪·威尔，因为花旗集团愿意支付 4 亿美元了结此案，远超过 CSFB 和美林银行为其分析师出现问题时支付的 2 亿美元。威尔同意不再作为纽约证券交易所的外部董事，因为这同包括玛莎·斯图沃特在内的其他董事存在利益冲突。感觉受到羞辱的桑迪·威尔在 2002 年宣布放弃花旗集团的现金或股权补偿，但最后还是接受了 1 450 万美元补偿。

通过和 SEC 协商，投资银行家同意将公司研究部门和投资银行部门物理分离，要求他们遵循不同的报告渠道。两部门有不同的法律和合规人员，预算也得相互分离，以在投资银行家和分析师之间建立起“防火墙”。投资银行部门无权就分析师研究的公司发表意见。分析师也被禁止参与投资银行部门

IPO前的路演及其他销售行为。分析师的奖金不与投资银行部门收入挂钩，也不受制于投资银行部门人员的意见。相反，他们的奖金以其研究报告的质量和准确性为评价标准。可笑的是，SEC还要求分析师和投资银行部门员工讨论时必须有律师在场。因此，有一家银行只得雇用14位这样的闲人，负责听这些无聊的对话，每年却得花费100万美元。总计下来，华尔街上约有50位律师受雇以满足SEC的这项要求。

根据SEC的要求，每一家出问题的公司必须雇用一位“独立监管员”，18个月之后评估改进情况。这些公司得公布分析师作出的评级和IPO目标价格，公开同承销公司之间可能存在的利益冲突问题，并承诺在网上公布分析师的业绩，不分配公司承销股票给本公司高官。令人惊愕的是，SEC的解决方案中还包括，要求有关公司花费4.5亿美元在未来5年中从至少3家独立的公司处购买研究报告，并将这些报告送普通投资者阅，以便他们更好地评估股票。有7家公司同意支付8 500万美元，资助各州和SEC成立“投资者教育基金”。该基金用来警示投资者面临的风险。SEC还尝试在该基金框架下成立投资者教育项目，但最后被证明成了一场闹剧。该项目到2005年还没有启动，项目主管乔治·达利（George G. Daly）也辞职了。后来，投资者教育基金没有向法庭提交关于案件解决的季度报告，还被批评试图从一家涉案公司处租用昂贵的办公场所。基金董事长查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）和几位高管不久也辞职了，让投资者教育项目更加陷入混乱。之后，各州政府从SEC手中拿回对基金的控制权，但他们都还有各自的问题。一些州政府创立“投资者保护信托基金”（Investor Protection Trust），计划将罚金用于投资者教育，但他们却因为过于激进的投资损失了很多罚金。

在处理这些案件的过程中，监管者的意见存在分歧。全国证券交易商协会和斯皮策有时会因为处理协议的具体表述而争吵。斯皮策希望降低批评的论调，而交易商协会希望尽可能描述得可怕一些。其他投资银行了结诉讼过程同这14亿美元罚金的过程类似。例如，美国派杰投资银行同意支付2 500万美元罚金并对公司结构作出调整。德意志银行证券公司（Deutsche Bank Securities Inc.）和托玛斯·威瑟尔合伙企业（Thomas Weisel Partners LLC）两家

公司同意支付 8 750 万美元罚金，了结 SEC 和州政府对他们有利益冲突的研究的起诉。派杰投资银行为解决利用分配 IPO 股票吸引投资银行业务的问题，缴纳罚金 2 400 万美元。摩根大通向全国证券交易商协会缴纳了 600 万美元罚金，以了结对旗下哈伯特 · 奎斯特（Hambrecht & Quist）投资银行的起诉。哈伯特 · 奎斯特在被摩根大通收购前，曾是高科技公司领域非常有名的投资银行。该公司向客户分配 IPO 股票，收取高额佣金，全国证券交易商协会将此比作蚕食客户利益，是被禁止的行为。摩根士丹利、贝尔斯登和德意志银行也因相同的原因总计被罚款 1 500 万美元。投资银行波士顿舰队金融公司（FleetBoston Financial）因其“罗伯逊 · 斯蒂芬斯证券部”（Robertson Stephens securities arm）收取客户高额佣金而被 SEC 和全国证券交易商协会罚款2 800 万美元。该公司还因一名分析师推荐自己大量持有的股票，同时没有进行披露而缴纳罚款 500 万美元。

国家银行蒙哥马利证券公司（Nations Bank Montgomery Securities）通过分配 IPO 股票吸引投资银行业务。SEC 因此处罚了一名收受 IPO 股票的投资顾问。SEC 还起诉一些经纪公司未披露从研究对象那里收受资金的情况。有关经纪公司为此支付了 365 万美元罚金。这些公司包括 Needham & Company Inc. 、Janney Montgomery Scott LLC、Prudential Equity Group LLC、Adams Harkness Inc. 、Friedman, Billings、Ramsey & Co. Inc. 和 SG Cowen & Co. LLC。

一个总额 4. 32 亿美元的基金成立，用来补偿那些从有上述不当行为的经纪公司处购买了股票的投资者，涉及的股票包括阿斯克 · 杰费斯公司（Ask Jeeves Inc. ）、世通公司、环球电讯公司（Global Crossing）以及三层沟通公司（Level 3 Communications）。这一解决方案受到批评，因为很多投资者从其他经纪公司处购买了这些公司的股票，却得不到补偿。而那些有权获得补偿的投资者也不感兴趣。法庭只好在全国范围内刊登广告，寻找受影响的投资者。

SEC 还通过了“AC 监管条例”（分析师保证监管条例，Regulation Analyst Certification）。条例要求分析师保证他们的研究报告准确反映他们的个人意见，披露研究报告是否受到任何薪酬的影响。有关保证必须公之于众。

全国证券交易商协会加强对股票“钓鱼”（spinning）的控制，但仍给投

资银行留出了空间，允许它们向持股10%以下的账户分配股票。交易商协会禁止分析师在IPO前发布研究报告，要求分析师在终止对某公司跟踪时提交一份最终报告。分析师被禁止兜揽投资银行业务，禁止从被研究公司征求意见或寻求同意，但现实情况是分析师确实需要在一些事实性材料上寻求被研究公司帮助。分析师还被要求披露是否持有所研究公司的股票。证券公司被要求公布它们买入、卖出、持有等投资建议的概率百分比。分析师及家人被禁止在研究公司上市前30天或后5天之内交易该公司股票。杰瑟普—拉蒙德证券公司（Jesup & Lamont Securities Corp.）分析师加里·戴维斯（Gary Davis）违反了这条规定。他在上述"静默期"出售了自己曾推荐"强烈买入"或"买入"的股票，总计卖出相关股票20万股，获利超过10万美元。为此，他受到惩罚，被交易商协会禁止从事分析师职业。

尽管同斯皮策及其他监管者解决了很多诉讼，但是这些金融当事人还是输掉了很多起诉。美林银行被一法庭裁决支付加里·弗里德曼（Gary Friedman）和夫人100万美元，因为它没有披露分析师存在的利益冲突问题。还有更严重的问题等着分析师。几家证券公司相互指责抄袭研究报告。摩根士丹利被一家法国法庭罚款3 800万美元，因为它的一位分析师克莱尔·肯特（Claire Kent）对LVMH公司作出负面评价，而LVMH是路易·威登（Louis Vuitton）、酩悦香槟（Moet）和轩尼诗（Hennessy）等时尚品牌的母公司。法庭认为克莱尔的评价不公平地破坏了该公司的股价。花旗集团也遇到相同的问题。该公司的房地产行业分析师乔纳森·里特（Jonathan Litt）批评彼得·蒙克（Peter Munk）在控股的房地产信托公司加拿大Trizec公司（Trizec Canada）从事不当操作。里特说，蒙克需要"醒醒，来看看当前公司治理的新世界"，需要打开电视关注一下世通公司高管被捕的情况。里特还表示，他将把自己发现不当行为记录转交给斯皮策和其他监管者。Trizec公司和蒙克以诽谤的名义将里特告上加拿大法庭。为了结诉讼，花旗集团公开道歉并向蒙克选择的一家慈善机构捐赠160万美元。

哈迪斯快餐（Hardee's）的控股公司CKE餐厅（CKE Restaurants）成为一名分析师的目标。该分析师以停止负面评价为条件，要求CKE餐厅公司同

他签署咨询协议。这名分析师克莱夫·蒙罗（C. Clive Munro）被FBI和公司设圈套逮捕。蒙罗在法庭上承认犯了勒索罪。他还曾是另一起发布错误和误导性研究报告而受到160万美元惩罚案件的主角。

另一个问题是，进入21世纪之后，公司盈利变得更加不确定，这使得投资银行和分析师作利润预测更加困难。尽管如此，新闻媒体报道，在经历了14亿美元罚单之后，还有分析师在拿股票做手脚，有些分析师作出的增长预测显然难以达到。SEC还开展调查，研究经纪公司债券交易和固定收益证券研究之间的利益冲突问题。调查呈现出一些好消息。2005年的一份研究报告显示，华尔街的分析师报告变得更加可靠。

国会听证会

折扣经纪公司嘉信理财试图利用分析师丑闻掀起一场广告运动，以颠覆华尔街上全业务经纪公司。电视媒体CBS拒绝播放有关广告。在广告中，一家经纪公司高官让经纪人出售一支他污蔑为“猪”的股票，还让经纪人“给猪涂上唇膏”。

国会组织听证会，试图查明分析师为什么没有披露安然公司的会计丑闻，为什么在公司即将破产的时候，还在推荐该公司的股票。分析师们因为在安然公司倒闭前1个月之内还在推荐该公司股票，在听证会上受到攻击。[①] 一名独立分析师曾在安然公司倒闭6个月之前质疑过公司的财务报表并在《财富》（*Fortune*）杂志上发表文章。分析师们为自己持续支持安然公司进行辩解，称尽管公司大部分业务出现了问题，但核心业务仍是盈利的。此外，安然公司承认存在会计造假问题，但它同达力智公司（Dynegy）的合并将为公司复苏创造良好环境，特别是雪佛龙德士古公司（Chevron Texaco）宣布愿意为合并提供资金支持。一名分析师表示，他被安然公司举行的一场分析师专场会议中展示的虚假交易行为给误导。

这些借口也许可以掩盖分析师在安然公司事件中的问题，但他们还有其

① U. S. Senate Committee on Governmental Affairs, “Hearing on the Watchdogs That Didn't Bark,” p. 2.

他失误的情况。蒙特雷弗证券公司（Motley Fool）的一名分析师表示，研究朗讯科技公司（Lucent Technologies）的38名分析师在公司股价已经大跌不止时，仍有32名分析师推荐买入该公司股票，而且没有一名分析师作出卖出的建议。[①] 国会听证会成员及听众发现，分析师总是作出买入建议，卖出建议少于总建议的2%。对此，分析师表示，这是因为他们只选择他们认为是长期投资对象的公司。

参议员约瑟夫·利伯曼（Joseph Lieberman）认为分析师应该是“守夜人”（watchdogs），他们应当“保持股票市场的公平，向投资者提供准确信息，帮助他们决定资金应该投资到哪里，以实现经济上的改善和退休之后的保障”。[②] 分析师在听证会上表示，他们完全依赖公司经审计的会计报表进行分析，是因为完全披露准备不允许他们接触其他独立的资源。公司的会计报表被称为任何证券分析的“基石”[③]。来自消费者联盟（Consumers Union）听证会参与者弗兰克·托里斯（Frank Torres）的证词展现出让人熟悉的无奈：

> “现实情况让人惊讶。似乎没有人知道这些公司在做什么、事情是怎么发生的。分析师指责审计师，审计师又说安然公司没有给他们想要的材料。那么，我是不是应该等着安然公司来批评投资者投资它们公司的股票。终点在哪里？谁应当负责？谁应当成为投资者的‘守夜人’？”[④]

第3节 共同基金丑闻

不久之后，纽约总检察长艾略特·斯皮策再一次向华尔街发起进攻。一个知情人士向斯皮策办公室告发，说共同基金正在从事一些有损消费者权益的事情。这样的丑闻是斯皮策特别想要的——能让他再次登上报纸头条，让

① U. S. Senate Committee on Governmental Affairs, “Hearing on the Watchdogs That Didn't Bark,” p. 115.

② U. S. Senate Committee on Governmental Affairs, “Hearing on the Watchdogs That Didn't Bark,” p. 2.

③ U. S. Senate Committee on Governmental Affairs, “Hearing on the Watchdogs That Didn't Bark,” p. 22.

④ U. S. Senate Committee on Governmental Affairs, “Hearing on the Watchdogs That Didn't Bark,” p. 56.

SEC 显得无能、当众出丑，还能再给华尔街一次重击。斯皮策这次想攻击的共同基金行业是个大目标，掌管着大约 7.5 万亿美元的客户资产。

一些历史背景

共同基金的历史可以追溯到荷兰威廉一世国王（King William of the Netherlands）1822 年创立的比利时兴业银行（Société Générale de Belgique）。该银行允许受益人获得政府贷款的利息。更早时间，东印度公司（East India Company）在 1664 年从股东手里以账面价值购买本公司股票，就有了一些共同基金的要素。19 世纪 30 年代的一些信托基金一度出售银行持有的违约借款公司的股票。1852 年，法国兴业动产信贷公司（Société Générale de Crédit Mobilier，同 19 世纪晚些在美国造成很多丑闻的铁路建筑公司 Credit Mobiler 没有关联）用股东基金投资其他公司，其中包括阿尔弗雷德·诺贝尔（Alfred Nobel）的炸药公司。

投资公司是从 19 世纪 60 年代起在伦敦逐步成立的。这些机构使用投资者的资金购买其他公司的股票。这其中包括伦敦金融协会（London Financial Association）和国际金融协会（International Financial Society），后来它俩都倒闭了。海外及殖民地政府信托基金（Foreign and Colonial Government Trust）购买一些外国公司的股票。19 世纪 70 年代成立的海底电缆信托基金（Submarine Cables Trust）投资电报公司的股票，这些股票在伦敦股票交易所（London Stock Exchange）交易。罗伯特·弗莱明（Robert Fleming）于 1873 年成立苏格兰美国投资信托基金（Scottish American Investment Trust）。这家基金有 500 多位投资者并聘用职业咨询师选择投资项目。

在美国，马萨诸塞州医院人寿保险公司（Massachusetts Hospital Life Insurance Company，MHLIC）1818 年成立时是一家保险公司，后来它成立了一家信托基金，用来投资受益人的资金。1984 年前后，时任国务卿丹尼尔·韦伯斯特（Daniel Webster）的某些波士顿朋友在他 MHLIC 的账户里存入 3.7 万美元。这笔贿赂资金每年为韦伯斯特带来 1 000 美元的收入，但“有人认为这件事是‘不得体’的。他想知道韦伯斯特先生如何拿这笔钱？‘他将如何拿这笔

钱?' 哈里森·格雷·奥蒂斯（Harrison Gray Otis）不满地说，'为什么？还是每季度拿钱更准确。'"[①]

1871年成立的美国住房抵押公司（the United States Mortgage Company）和1889年成立的纽约股票信托基金（New York Stock Trust）组建了一家投资公司。1893年成立的波士顿个人财产信托基金（Boston Personal Property Trust）投资多样化的证券，但它采用唐提式机制（tontine scheme）。这些早期努力没有让美国投资公司快速扩张，而真正扩张还是等到20世纪20年代股票市场高涨时期。后来，"投资信托资金就像传染病一样影响全美国"[②]。

《1940年投资公司法》

到了1929年，美国几乎每天成立一家投资公司。在市场崩溃之前，10%的投资者都持有投资公司的股票。这些公司的吸引力是因为对资产配置多样化和专家理财的广泛宣传。投资公司告诉普通投资者，他们可以投入一小笔钱，同其他投资者的资金放在一起，由投资公司购买范围广泛的证券。专家管理人将基于专业性分析为投资者选择股票。股票市场崩溃对这些投资者来说是一场灾难。高盛交易公司（Goldman Sachs Trading Corporation）持有投资者资金1亿多美元，它的股票在股灾前曾达到326美元，但到1932年股价跌到了1.75美元。另一家投资公司的股价从100美元跌到63美分。

在1934年成立之后，SEC开展了一项关于投资公司运作的研究，发现了很多违规行为，包括投机性投资、未达到承诺的资产多样化、发行债券导致高杠杆、使用保证金购买股票、买卖关联公司的股票等。这项研究促使《1940年投资公司法》的通过。这部法律被称为"人类和野兽所知的最具侵略性的金融立法"[③]。它"给投资公司几乎各个方面的运营都设置了实质性的限制，包括投资公司的资产估值，公司治理和结构，发行债券和其他高级证

① Samuel Eliot Morison, *John Paul Jones: A Sailor's Biography*, p. 359.

② U. S. Senate Report No. 73 - 1455, p. 339.

③ Clifford E. Kirsch, ed., *The Financial Services Revolution: Understanding the Changing Role of Banks, Mutual Funds, and Insurance Companies*, p. 382.

券，投资、出售、赎回股票等，还有最重要的同服务提供商及关联公司的交易。”①

《1940年投资公司法》包含一些针对公司治理的改革措施：要求共同基金中40%的管理人须为“外部”管理人，独立于基金投资顾问。《1940年投资公司法》禁止同关联人交易；禁止投资公司发行证券或优先股，因为这些杠杆手段能成倍扩大它们的市场份额。

共同基金

20世纪20年代的大多数投资公司是封闭型公司，只投资于股票，而不从事生产，如生产汽车等。《1940年投资公司法》之前，封闭型投资公司通过发行普通股、优先股以及债券等形式获得融资。公司的股票在二级市场交易，有些甚至在股票交易所挂牌交易。

开放型投资公司，或者叫作共同基金，最早出现在1924年，但在1929年市场崩溃前没有机会充分发展。最早的共同基金由爱德华·莱弗勒（Edward G. Leffler）在波士顿创立。一些公司持续地按公司净资产价值出售、赎回自己的股票。这意味着，想要出清自己头寸的投资者可以简单地告诉相关公司，公司将基于赎回日的资产净值返还投资者相应的资金。

丑闻和不当行为

《1940年投资公司法》并没有阻止共同基金的不当行为。20世纪60年代，共同基金通过投机性操作购买限制性股票（letter stock），然后给它们定出不现实的高价。限制性股票包含一种协议，即当该股票未来在SEC登记后，持有者可购买该股票。有一只共同基金持有的限制性股票被发现严重高估，其净值随即下跌了93%。限制性股票丑闻在证券业快速扩散，甚至在帕尔文—多曼（Parvin - Dohrmann）公司的限制性股票出现问题时让法官威廉·道格拉斯和演员吉尔·圣约翰（Jill St. John）陷入麻烦。

---

① Paul F. Roye, Remarks Before American Law Institute/American Bar Association Investment Company Regulation and Compliance Conference.

20世纪60年代，投资者海外服务公司（Investors Overseas Services，IOS）倒闭后，一大批丑闻暴露出来。投资者海外服务公司由生活奢侈的花花公子伯纳德·康菲尔德（Bernard Cornfeld）创立，是一家巨型的海外共同基金，曾为规避SEC监管而在公司治理结构上进行了一些特殊安排。投资者海外服务公司是“基金中的基金”，它投资其他投资公司的股票。这种“基金中的基金”模式在美国一直被SEC禁止，直到最近才解禁。为规避SEC的监管，投资者海外服务公司假装只在海外运营，但一些股票仍卖给美国投资者。这些操作还伴随着未认真考虑地将投资者资金投资于某些共同基金上。后来，SEC攻击投资者海外服务公司，康菲尔德屈服并将公司卖给罗伯特·威斯科（Robert Vesco）。威斯科从公司骗取了一大笔钱，逃往加勒比地区，最后因另一笔欺诈在古巴被投入监狱。

尽管存在这些问题，共同基金还是成为受欢迎的投资工具，逐渐替代了封闭型基金。到1980年，大约500只共同基金管理着美国1 000亿美元的资产。富达投资麦哲伦基金（Fidelity Investments Magellan Fund）管理人彼得·林奇（Peter Lynch）被认为是那个时代最成功的基金管理者。当他1990年退休时，麦哲伦基金拥有100多万名投资者，共计140亿美元资产，平均年收益近30%。

货币市场基金的出现进一步促进了共同基金的发展。货币市场基金允许投资者凭借流动性基金获得收益。1993年，美国有3 800只共同基金，持有16亿美元资金。2001年，基金数量上升到8 200只，资产总额达到66亿美元，投资者人数为9 500万人。到了21世纪，共同基金的数量超过了纽约证券交易所和纳斯达克上市股票数量之和。2002年，共同基金持有18%的美国公开交易的股票，资产总额超过银行账户总额。银行还把商业贷款出售给共同基金。

共同基金的投资

共同基金通过股票交易商代销或自己直销，由投资咨询师根据基金招股说明书设定的目标进行投资。共同基金能在任何时候给投资者提供可以想象

到的投资机会。专业化的投资基金在任何领域都能找到。想投资固定收益证券的投资者可以选择投资于货币市场工具、市政债券、联邦担保债券（federally insured bonds）、资产抵押证券和公司债券等的共同基金，进一步划分还可以选择投资于可转债、国际债券、不同到期日和不同信用等级债券的基金。对于权益投资者来说，他们可以选择投资于大范围指数的指数基金、投资于特定行业的行业基金，还有期权基金、成长基金和积极成长基金（aggressive growth funds）等。反向投资者可以选择逆大众观念进行投资的逆向投资基金。偏好国际化的投资者，可以选择全球股权基金、投资于欠发达国家的新兴市场基金。平衡基金同时投资于固定收益证券和权益证券。量化投资基金利用计算机选择股票。秃鹰基金投资濒临破产的公司。市场上甚至有为政治正确投资者设计的基金，如投资于环境友好公司、避免烟草公司股票等。对于那些“政治不正确的”投资者，可以选择“罪恶基金”（Vice Fund），这类基金投资于烟酒、赌博等类型股票。

共同基金是很多小投资者的选择。2001 年，一半以上的美国家庭投资了共同基金。共同基金是非常积极的投资者，其年平均换手率在 2000 年是 122%。但一些研究发现共同基金的收益落后于市场总体收益。其中一些研究表示落后程度比较大；还有一些研究发现落后程度不大，但整体还是处于落后状态。21 世纪以来，每年有大约 6.5% 的股权基金在清盘。基金清盘通常意味着该基金的投资策略失败了。清盘不盈利的基金，还可以帮助共同基金行业优化投资记录。

市场择时

尽管存在《1940 年投资公司法》的严格规定，但在共同基金销售中还是存在一些不当行为。问题一般出现在基金收取的佣金和费用方面。全国证券交易商协会（NASD）限定了共同基金销售可以收取的费用。多数情况下，上限是 7.25%，但仍占投资者资金中的一大部分。一种不当的销售行为是想办法突破这一限制，通常被称为“转换费”。投资者被要求在不同的基金间转换，以生成佣金，同时基金会向投资者承诺在转换中享受更好的投资机会。

另一种相关的不当行为是鼓励散户参与市场择时交易，寻找可能出现的市场有利变化，以快速盈利。实际上，市场择时交易不适合小投资者，因为交易费用高，同时较专业投资者而言，他们在时间、区位和技术上处于劣势。

因为散户会被收取高额佣金，上述转换交易和市场择时交易都被 SEC 禁止。SEC 起诉佐治亚州亚特兰大的市场择时技术公司（Market - Timing Technologies LLC）和大卫·佩里（David A. Perry），他们通过互联网站宣传资产管理项目，鼓励客户在一家资产管理公司下不同基金内相互转换以选取最好的投资时机。事实上，由于是一家公司，投资者并没有被收取转换费。被告表示，他们的交易模式历史上创造出 9% 以上的年收益，但没有披露这一结果是在假想投资基础上得到的。

由共同基金专业交易员进行的择时交易没有被 SEC 当成问题，因为他们认为这些交易员完全能照顾好自己。即使对专业人士来说，使用共同基金进行市场择时也存在一个障碍，即共同基金只能以交易日结束时的价格出清。这一限制被认为是阻碍投资者进行市场择时的实际问题，因为他们每 24 个小时才能调整一次头寸。

市场竞争

随着 2000 年市场泡沫破灭，共同基金咨询师就想方设法抬高自己的咨询费。咨询费基于所管理资产净值进行计算。在市场下行时咨询费随资产净值的下降而下降。此外，在市场下行时，很多投资者会从共同基金中撤出投资，这也减少了咨询师管理的资金规模。2000 年 3 月到 2002 年 12 月，股权基金损失了几万亿美元。2002 年 12 月，从股权基金中撤出的资金超过 1 000 亿美元，是有记录以来的最高值。2002 年股票基金市场下降了 22%，超过了 2000 年和 2001 年两年的下降幅度。

竞争进一步威胁着共同基金的市场。封闭型基金吸收投资者资金在 2002 年、2003 年均到达历史高点，2004 年向新高攀升。这类证券在开市时的任何时间、任何地点均可交易。交易所买卖基金（Exchange traded funds，ETFs）也更加受欢迎。这类基金是跟踪特定指数的必要投资工具。第一例出现在

1993 年，被称为 SPDR（标准普尔存托凭证，Standard & Poor's Depository Receipts）或“蜘蛛基金”（spiders）。它们等同于一个分散化投资的共同基金，但允许日内交易。“蜘蛛基金”很快也变得受欢迎。在类似工具逐渐增多的情况下，它们有了新名字：ETFs。与共同基金相比，ETFs 的优势是更具灵活性，可以实时交易。到 2004 年，ETFs 的规模是 2 110 亿美元，比上一年增加了约 50%，数量也从 1999 年的 30 只增长到 143 只。巴克莱全球投资者公司（Barclays Global Investors）为客户提供 97 种 ETFs 供选择。几年内，基金规模就增长到 870 亿美元。ETFs 最开始只是机构投资者和积极投资者使用，后来也吸引了个人投资者。ETFs 甚至被用于 401（k）退休计划（Section 401（k）retirement plans），范围也扩张至主动管理投资和被动跟随指数的投资。ETFs 还拓展到大宗商品，其中包括交易黄金的街迹黄金份额（streetTRACKS Gold Shares）公司。

为应对来自 ETFs 的竞争以及由于资产净值下降导致的佣金收入缩水，共同基金管理人开始允许对冲基金和其他专业交易员进行择时交易和延迟交易（late transaction）。SEC 也认识到，除非无经验的投资者被诱导使用市场择时而增加基金销售者佣金时，择时交易其实“并不违法”。但是，择时交易增加了共同基金的交易成本，需要基金保持较高水平的流动性。同时，当市场指示该出清时，如果基金被高估，择时交易会稀释其他基金持有人的份额。延迟交易允许投资者在闭市后（下午 4 点之后）下单出清基金份额。这种交易使得交易者拥有回溯整天市场波动情况的优势。

专业交易人员进行市场择时交易在历史上出现过。圣迭戈法学院（San Diego Law School）教授弗兰克·帕特诺伊（Frank Partnoy）认为择时交易可以一直追溯到 20 世纪 20 年代，一些类似的交易在 20 世纪 90 年代早期也出现过。其他一些教授也将择时交易和延迟交易作为研究课题。大卫·杜波夫斯基（David Dubofsky）受一位学生的影响，一直研究 1987 年股灾之后这类交易对市场的影响。最早在 2001 年，SEC 已充分了解机构参与择时交易的情况。它们要求共同基金停止类似交易，但没有就此制定监管规则，也没有认定有关交易是非法的。

斯皮策的指控

相比SEC，纽约总检察长艾略特·斯皮策采用了更加激进的做法。2003年，斯皮策起诉爱德华·斯特恩（Edward J. Stern）和他管理的对冲基金金丝雀资本公司（Canary Capital Partners）从事不当的延迟交易。斯皮策表示，这一行为违反纽约《马丁法案》并据此起诉斯特恩。爱德华·斯特恩是宠物食品帝国哈茨山公司（Hartz Mountain Corp.）老板以及纽约房地产大亨马科斯·斯特恩（Max Stern）的儿子。为了结这一案子，金丝雀资本公司被要求支付4 000亿美元，其中一部分被归还共同基金。爱德华·斯特恩也同意10年内不再交易共同基金或其他共同投资基金。

一家给共同基金提供服务的银行证券信托银行（Security Trust）也受到起诉，因为它帮助金丝雀资本公司和其他对称基金进行延迟交易。这家银行被银行监管机构责令解散。证券信托银行的高管尼科尔·麦克德莫特（Nicole McDermott）在纽约接受指控，指控称她在闭市后夜间交易共同基金。她的对冲基金客户由此获利8 500万美元，证券信托银行获利580万美元。另一家允许金丝雀资本公司进行延迟交易的机构是美洲银行（Bank of America）旗下的共同基金组合国家基金（Nations Funds）。这个基金组合设置了2%的赎回费用，目的是减少投资者的择时交易，但它们为金丝雀资本公司取消这笔费用。案子曝光后，美洲银行很多雇员都被解雇了。摩根大通银行（JPMorgan Chase）也因向金丝雀资本公司交易提供资金而受到调查。

斯皮策的起诉以及宣称延迟交易和择时交易在共同基金行业大范围存在，使得SEC感到很窘迫。为收复自己的“监管失地”，SEC开始提起一些诉讼，认为延迟交易在完全信息披露机制下没有合适地进行披露。SEC认为，延迟交易者可以从外国证券市场的时差中获利，他们可以在美国共同基金结束交易计算资产净值时进行交易。延迟交易者可以在外国市场收盘价确定之后、共同基金资产净值确定之前买入基金份额。次日当基金净值完全反映头一天闭市后外国市场发生事件后，他们又可以卖出基金份额，从而获得利润。这一操作本身不违法，但SEC总是可以说这没有做到完全信息披露。此外，

SEC 还认为延迟交易违反《1940 年投资公司法》，因为下午 4 点之后收到的指令应当以次日 4 点的收盘价执行。事实上，《1940 年投资公司法》并没有这一限制条款。该法只规定了基金资产净值的计算方法，没有规定计算的时点。在这些案件中，SEC 都表示延迟交易允许交易者从 4 点之后发生的、未计入当天资产净值的事件中获利。这帮助投资者在获取 4 点之后市场定价信息之后，享有无风险利润。延迟交易还包括在 4 点之前的有条件交易，但它有权利在闭市后取消交易。

大律师事务所的律师曾建议共同基金交易时间延长到美国东部时间下午 5：45，因为尽管基金被认为是在下午 4 点定价，但实际上它们在 5：30 或更晚的时候才报价。律师们认为，5：45 停止交易可以防止股票市场闭市后，有人利用已知资金定价信息来盈利。在这个建议被媒体报道后，SEC 制定一条规则，要求在下午 4 点强制停止交易。

美国银行证券有限公司（Bank of America Securities LLC）的一个雇员西奥多·西波尔三世（Theodore Charles Sihpol III）将对冲基金交易指令的时间标识提前，使得这些指令像是在 4 点闭市前进入的。SEC 因此起诉西波尔刑事犯罪并拿出交易记录。记录显示西波尔将最晚 5 点的交易伪造为 4 点之前。这是 2005 年末斯皮策提起的唯一一起诉讼，但他的运气出现惊人反转，陪审团多数认为对西波尔的起诉是无罪的。陪审团在一些法庭上未作出判决，甚至出现一些陪审团中绝大多数人认为应当开释的诉讼。但是，斯皮策表示将继续针对陪审团未作出判决的案件再次起诉西波尔。《华尔街日报》称斯皮策的行为“小气”（petty）。斯皮策后来也放弃了起诉。

德国安联保险公司（Allianz AG）旗下的品克（Pimco）基金董事会主席史蒂芬·特雷德韦（Stephen Treadway）等人因协助金丝雀资本公司进行择时交易而受到 SEC 起诉。有关交易换来金丝雀公司将 2 700 万美元投入该基金，这被称作“黏性资产”（sticky assets）。在一年多时间里，金丝雀公司进行了 108 次择时交易，而品克规定其他投资者每年交易换手不能超过 6 次。品克最后支付 5 000 万美元了事，其中 1 000 万美元归还基金投资者。

比尔·格罗斯（Bill Gross）在品克基金公司内管理 3 500 亿美元固定收益

资产，金额占美国债券市场的 2%。他的品克总额回报债券基金规模全国最大。新泽西州起诉格罗斯为择时交易而采取不恰当行为，但之后放弃了起诉，因为格罗斯的基金并没有造成什么损害。PA 基金管理（PA Fund Management）、PEA 资本（PEA Capital）和 PA 贡献者（PA Distributors）三只基金因针对品克基金进行择时交易而向 SEC 支付 5 000 万美元罚金并向新泽西州支付 1 800 万美元罚金。

佛雷特波士顿金融公司（FleetBoston Financial Corp.）的三只共同基金允许专业交易员参与市场择时交易。SEC 和斯皮策起诉该公司哥伦比亚基金（Columbia Funds）在 1998 年至 2003 年参与总额 25 亿美元的择时交易，其中包括在哥伦比亚年轻投资者基金（Columbia Young Investors Fund）的 3.55 亿美元的择时交易。作为允许择时交易的代价，投资者必须在这些基金缴存黏性资产。例如，旧金山的对冲基金伊利亚特 LP（Ilytat LP）同意缴存 2 000 万美元黏性资产，以换取在哥伦比亚基金进行择时交易。此后，伊利亚特 LP 共进行了 350 次择时交易。

为此，哥伦比亚基金同意支付 1.4 亿美元作为对投资者的补偿和罚金。后来，美洲银行和波士顿舰队合并，向监管者支付 6.75 亿美元，以解决内部共同基金存在的问题。其中，1.6 亿美元被用作减免投资者交易费。斯皮策认为这一交易费的减免有问题，因为这使得他成为共同基金费用的监管者，但实质上这属于 SEC 的职权范围。

第一集团（One Group）基金管理公司旗下的第一银行（Bank One）基金允许金丝雀资本公司进行延时交易，并为此支付 9 000 万美元罚金，其中 4 000万美元用作交易费减免。第一集团基金管理公司的总裁马克·贝森（Mark Beeson）被禁止从事基金业务两年。强大资产管理公司（Strong Capital Management）的创始人和董事会主席理查德·斯特朗（Richard Strong）在 SEC 得知他和他的家庭通过择时交易获利 60 万美元之后辞职。理查德·斯特朗支付罚金 6 000 万美元并被禁止终生从业。该公司的执行副总裁安东尼·达马托（Anthony D'Amato）被罚 75 万美元，公司被罚 1.75 亿美元。该公司之后卖给了富国银行（Wells Fargo & Co.），给斯特朗带来一笔不小的财富。

杰纳斯基金（Janus funds）首席执行官马克·惠斯顿（Mark Whiston）因择时交易被起诉后辞职。为了结诉讼，基金所在资产管理公司杰纳斯资本管理公司（Janus Capital Management LLC）同意向斯皮策支付2.25亿美元罚金，向科罗拉多州总检察官支付100万美元罚金。SEC的另一项起诉也让该公司支付1亿美元罚金。该公司还同意在未来5年减免投资者交易费用1.25亿美元并任命独立的董事会主席。丑闻被披露后引起赎回潮，导致公司管理的3 200亿美元资产损失将近一半。

问题蔓延

法国安盛保险公司（AXA SA）旗下的联盟资本管理公司（Alliance Capital Management LP）为了结SEC和斯皮策的起诉，同意支付2.5亿美元罚金并归还从延迟交易中获得的收入。联盟资本管理公司还同意按斯皮策的要求，减少基金费用20%，这使得诉讼了结费用上升到6亿美元。联盟资本管理公司的杰拉德·马龙（Gerald Malone）和另一位高管被禁止基金快速交易。其他销售高管被要求辞职。联盟资本管理公司还有其他问题。它作为佛罗里达州养老金现金管理机构，由于投资安然公司，让养老金损失2.5亿美元。佛罗里达州养老金董事会起诉联盟资本管理公司，认为该公司误导了养老金董事会，同时该公司存在利益冲突，因为公司董事会成员弗兰克·萨维奇（Frank Savage）也是安然公司董事会成员。佛罗里达州一陪审团否定了这一起诉。

永明金融公司（Sun Life Financial Inc.）旗下的马萨诸塞州金融服务公司同意支付2.25亿美元罚金，以解决斯皮策、SEC和新罕布什尔证券局（New Hampshire Bureau of Securities）对它提起的起诉。马萨诸塞州金融服务公司还同意减免交易费1.25亿美元。该公司一位职员曾向管理层提交了一份标题为《市场择时，恐怖之轮》（Market Timing Wheel of Terror）的图表。他表示，长期投资者正在被择时交易者打败。斯皮策表示，因为择时交易，该公司的投资者损失1.75亿美元。该公司工作人员也受到惩罚，其中公司首席执行官约翰·拜伦（John Ballen）被禁止在3年内从事共同基金业务，禁止在9个月内

从事证券业务。

SEC 还起诉马萨诸塞州金融服务公司未披露“定向经纪服务”（directed brokerage），即将基金交易佣金分一部分给基金销售经理。道明宏达理财公司（TD Waterhouse）向投资咨询师支付佣金以换取他们的推荐，SEC 起诉该公司未公开此事。公司同意支付 200 万美元罚金。此后，SEC 制定了规则禁止从事定向经纪服务。

斯皮策和 SEC 批评加里·皮尔格林（Gary Pilgrim）在菲尔格姆·巴克特（Pilgrim Baxter）基金从事择时交易。这只基金由皮尔格林和哈罗德·巴克斯特（Harold Baxter）通过菲尔格姆·巴克特及下属（Pilgrim Baxter & Associates）公司共同管理，规模 74 亿美元。在操作中，菲尔格姆·巴克特及下属公司通过阿巴拉契亚追踪对冲基金（Appalachian Trails）进行择时交易，而皮尔格林同阿巴拉契亚追踪基金之间还存在利益关联。哈罗德·巴克斯特把基金进行择时交易的消息告诉一个朋友阿兰·兰德菲德（Alan Lederfeind）。兰德菲德用这个消息在自己的公司华尔街折现公司（Wall Street Discount Corp）进行择时交易。斯皮策要求被告从他们进行择时交易的获利中缴纳 2.5 亿美元罚金。阿巴拉契亚追踪基金从 120 次择时交易中获利 1 300 万美元。加里·皮尔格林获利 3 900 万美元。后来，巴克斯特和皮尔格林都从公司辞职，支付了 1.6 亿美元罚金并被终生禁止从事证券行业。菲尔格姆·巴克格及下属公司同意支付那另外 1 亿美元罚金并改名为自由山脊资本（Liberty Ridge Capital），以避免从事择时交易的污名。

达信保险有限公司（Marsh & McLennan）旗下的普特南投资基金（Putnam Investments）从事择时交易。为此，基金首席执行官劳伦斯·拉瑟（Lawrence Lasser）被迫辞职。辞职前，他获得 3 500 万美元补偿金。后来，他威胁要就补偿金提出诉讼，又得到 7 800 万美元。该基金的两位高管被起诉利用外国股票跟随美国股市的特征从事择时交易。这两位高管被辞退后获得了很高的补偿金，一位获得 1 430 万美元，另一位获得 870 万美元。当普特南投资基金宣布将开除 6 名为自己账户从事国际市场择时交易的员工后，SEC 对它的调查范围扩大了。后来，又有 9 名员工被开除。

马萨诸塞州的证券监管机构起诉普特南投资基金公司允许巴特梅克地方存放5号（Boilermakers Local Lodge No. 5）养老基金从事择时交易，并诱导其支付高额交易费用。管理该养老基金的工会中10名成员从择时交易中获利200万美元，工会还每年从交易费中获得4万美元回扣。尽管在普特南基金公司内部成立了监管择时交易的部门，但择时交易仍始终没有停止。普特南基金公司最后同意支付SEC和马萨诸塞州证券监管机构1.1亿美元罚金，另缴1 000万美元返还客户。后来的调查显示，投资者因普特南基金公司延时交易和其他不当行为损失超过1.085亿美元，达到最初估计值的10倍。根据此前同监管部门达成的协议，这要求普特南基金公司还得向顾客返还8 300万美元资金。普特南基金公司的母公司马什和麦克里南（Marsh & McLennan）此时已因公司治理结构受到攻击，它不得不同意由机构投资者提名一名公司高管。该高管是前联邦检察官，但该任命没有阻止后来斯皮策和马什和麦克里南公司之间发生的一系列丑闻。

SEC和斯皮策起诉投资基金集团公司（Invesco Funds Group Inc.）允许旗下基金从事不当的择时交易。该公司及旗下瞄准投资（Aim Investments）基金同意支付4.5亿美元罚金了结。公司董事长雷蒙德·坎宁安（Raymond Cunningham）缴纳50万美元罚金，被禁止从业两年。公司另有3名高管被SEC处罚34万美元并被禁止从业1年。

更多披露事件

越来越多的人从事择时交易。SEC起诉拉斯维加斯一家证券经纪有限公司（Security Brokerage Inc.）通过延时交易和择时交易不当获利1.75亿美元。对冲基金千禧合伙人（Millennium Partners LP）的高级交易员史蒂芬·马克维茨（Steven B. Markovitz）同时受到SEC的民事起诉和斯皮策基于纽约《马丁法案》提出的刑事诉讼，因为他所在的对冲基金从事延时交易。美林公司的三位经纪人因为帮助上述交易而被辞退。达文波格公司（Davenport & Co. LLC）同意向全国证券交易商协会支付45万美元，向新泽西州和康涅狄格州支付1 350万美元，以了结对它从事择时交易的起诉。

富兰克林资源公司（Franklin Resources Inc.）因允许拉斯维加斯证券经纪公司（Security Brokerage Inc.）董事会主席丹尼尔·卡路加（Daniel G. Calugar）从事择时交易而受到马萨诸塞州监管部门起诉。为换取卡路加对公司旗下对冲基金富兰克林·塔普顿（Franklin Templeton）的1 000万美元投资，富兰克林资源公司允许卡路加对公司共同基金富兰克林小额上限增长基金（Franklin Small Cap Growth Fund）进行价值4 500万美元的择时交易。为此，富兰克林资源公司支付了500万美元罚金。但是，由于对冲基金富兰克林·塔普顿不承认过错，马萨诸塞州监管部门再次对它提出指控。SEC起诉卡路加通过对联盟资本管理公司（Alliance Capital Management）和马萨诸塞州金融服务公司管理的共同基金进行择时交易和延时交易获利1.75亿美元。弗莱德·阿格资产管理公司（Fred Alger Management）辞退了3位雇员，公司董事会副主席小詹姆斯·康奈利（James P. Connelly Jr.）因阻碍对本公司从事择时交易行为的调查而服罪。康奈利因隐瞒同证券经纪公司卡路加的交易而被处罚1~3年监禁。

富兰克林资源公司支付5 000万美元罚金，以了结它允许30位交易者在富兰克林·塔普顿等它提供咨询服务的共同基金进行择时交易的问题。加拿大帝国商业银行（Canadian Imperial Bank of Commerce）股权套利交易部总监保罗·弗林（Paul Flynn）为银行对冲基金客户进行不当交易，并隐瞒这些交易。斯皮策和SEC起诉弗林通过延时交易机制从共同基金中骗取超过100万美元。弗林为他认识的对冲基金从事择时交易和延时交易提供融资。加拿大帝国商业银行为此支付了1.25亿美元罚金。

帝国互助基金公司（The Empire mutual fund）承认雇员进行延时交易。嘉信理财承认旗下美国信托基金（U.S. Trust）允许对冲基金从事延时交易。为此，嘉信理财向SEC支付了35万美元罚金。联合投资者公司（Federated Investors）也允许对旗下共同基金进行延时交易和择时交易。萨里曼投资公司（J. & W. Seligman & Co.）允许投资者对一些共同基金进行择时交易。受到起诉后，它同意放弃对这些基金收取的费用并返还它们370万美元。

贝尔斯登投资银行（Bear Stearns）的6位雇员因涉及共同基金不当交易

而被开除。不久，公司清算部另外3位雇员也因给共同基金的不当交易提供便利被开除。路米斯·萨雷斯投资公司（Loomis Sayles & Co.）被发现提供择时交易服务。瑞银集团的两位经纪人因破坏基金交易规则被开除，其他人员也受到警告。为对冲基金千禧合伙人公司进行交易的一位交易员承认自己在闭市之后交易共同基金并服罪。

SEC起诉共同基金在线公司（Mutuals. com Inc.）及其3名工作人员、2名经纪人帮助对冲基金和机构投资者从事共同基金的择时交易和延时交易。该公司的有关行为甚至发生在延时交易丑闻已成为社会焦点之后。纽约银行（Bank of New York）也因协助相关交易受到调查。波士顿的州街研究投资服务公司（State Street Research Investment Services Inc.）同意支付全国证券交易商协会150万美元罚金，以解决对其进行择时交易的指控。迈阿密戈克证券（Geek Securities）公司的考帝利耶·夏尔玛（Kautilya Sharma）和尼尔·瓦德瓦（Neal Wadhwa）因允许延时交易而服罪。他们修改计时器，将所有延时交易指令都标注为下午4点前。RS投资管理公司（RS Investment Management LP）为了结对其择时交易的指控，支付SEC 2 500万美元罚金并同意斯皮策减少收费500万美元的要求。佛罗里达州伯克莱顿（Boca Raton）的卡普兰证券公司（Kaplan & Co. Securities）中两名雇员因允许客户进行择时交易和延时交易而受到SEC起诉，后同意支付75万美元罚金了事。他们同时受到斯皮策基于纽约《马丁法案》的刑事指控。贝尔穆利公司（Bean Murray & Co.）因允许金丝雀资本公司和其他对冲基金从事延时交易而被罚款15万美元。贝尔斯登投资银行也因支持有关交易而受到指控。

2003年7月，瓦乔亚证券公司（Wachovia Securities）收购保德信证券公司（Prudential Securities）的多数股权。但收购的时机并不好，因为SEC和马萨诸塞州证券监管部门指控保德信证券波士顿分公司的经纪人从事择时交易，金额达13亿美元。SEC表示，这些经纪人使用错误的身份识别编码，故意拼写错误名字，以规避公司对择时交易的限制。有关交易服务主要提供给一些对冲基金和共同基金客户。

有关延时较易和择时交易丑闻曝光之后，投资者纷纷从共同基金中撤出

资金。2003年第四季度，单从普特南基金公司撤出的资金就达到540亿美元。对投资者来说，也是很糟糕的事情，因为他们必须得支付赎回和申购费用。很多投资者从共同基金中撤出资金后，将钱投入货币市场基金，回报很低，而且还错过了此后的市场上涨。一些投资者把钱投入其他长期共同基金中，但也得支付额外的成本。共同基金评级机构晨星公司（Morningstar Inc.）宣布将基于公司治理情况对基金进行评分。这一声明进一步助长了投资者的赎回潮。业绩显然已经成为晨星公司考虑的第二位因素。晨星公司自己也通过IPO改善了自己的治理结构。但它的创始人乔·曼索托（Joe Mansueto）仍保持着对公司的完全控制。晨星公司因高估罗克卡农上方飞行基金（Rock Canyon Top Flight Fund）的利润并在受到提醒后未及时纠正而受到SEC的调查。斯皮策也就它提供养老金咨询服务中存在的利益冲突问题展开调查。随后，SEC也加入相关调查。

其他共同基金事件

共同基金根据收费方式的不同分为多种类型：有些是前端收费，有些是末端收费，还有些不收取交易费用。一个长期存在的问题是，投资者经常被引导到收费较高的基金中去。在一些案例中，共同基金会给销售人员一些奖励，销售人员就向顾客推荐这些基金。

摩根士丹利同意支付SEC 5 000万美元罚金，以解决它在基金销售中存在的问题。摩根士丹利指导投资者投资佣金较高的基金，而非适合投资者自己的基金。这些“受偏爱”的基金通常支付给摩根士丹利更高的佣金。摩根士丹利销售团队也没有向投资者披露大额交易公司B类基金时将被收取高额费用。马萨诸塞州证券监管部门否定了对摩根士丹利的起诉。但摩根士丹利向新罕布什尔州监管部门支付43.5万美元，以解决它向经纪人提供额外奖励以促进本公司自有基金销售的问题。摩根士丹利提供的奖励包括一种“牛排奖”（steak - athon），即经纪人会因为好的销售业绩被奖励牛排。美国运通公司（American Express）因向销售人员提供类似激励机制而受到新罕布什尔州处罚。为此，运通公司将新罕布什尔州告上法庭。运通公司认为应当遵循联邦

证券法，而非州法律。

很多共同基金都有费用“分界点”（breakpoints），客户投资达到一定额度之后，可享有较低的交易费用。还有很多基金由不同投资目标的子基金组成，客户可以在这些子基金之间转换而不需要支付交易费用。购买一种以上子基金通常被视为超过了分界点，即可享有低交易费用。但这也给不当交易埋下伏笔。为了增加佣金，不择手段的基金销售人员要求客户将资金分别投资于不同基金，金额都低于分界点，这样就可以避免“分界点折扣”。为防止此类不当行为，监管部门要求基金公司向客户提供“关于交易折扣的说明信”，介绍基金提供的所有折扣信息。

SEC 起诉保德信证券公司宾夕法尼亚州威尔克斯 - 巴里（Wilkes - Barre）办公室的注册代表（registered representative），认为他在客户满足 A 类基金分界点折扣的情况下卖给客户 B 类基金，而未告知客户 A 类基金的折扣信息。这位注册代表因出售 B 类基金收取了更高的佣金。由于类似的不当行为，保德信证券公司的 12 名经纪人和基金经理被迫辞职。金融咨询公司基辛格（Kissinger Advisory Inc.）等其他公司也受到类似指控。其中，15 家经纪公司同意支付 SEC 和全国证券交易商协会 2 150 万美元罚金，以了结对它们未告知客户分界点折扣信息的起诉。这些公司包括瓦乔亚证券公司、瑞银金融服务公司、运通金融咨询公司、雷蒙德詹姆斯金融服务公司（Raymond James Financial Services）、莱格梅森金融公司（Legg Mason Wood Walker）、雷曼兄弟公司和贝尔斯登投资银行。此后，SEC 和全国证券交易商协会要求 450 家证券公司通知客户，表示由于公司未履行告知分界点折扣信息，客户可以要求全额返还资金。在涉及的交易中，有 1/5 未执行适合的分界点折扣政策。

SEC 调查共同基金是否向养老咨询顾问（retirement planners）提供回扣以赢得客户，还调查投资咨询顾问是否收受基金提供的奢华的娱乐项目和礼物。基金投资咨询公司哈特兰德咨询公司（Heartland Advisors Inc.）及其创始人兼董事长威廉·纳斯格维茨（William Nasgovitz）被起诉，因为他们高估自己持有的市政债券的价值。纳斯格维茨还因在公开披露此事之前告知朋友而受到额外的内幕交易的指控。另外还有 4 人受到指控。哈特兰德互助基金公司

（Heartland mutual funds）旗下定价机构FT互动数据（FT Interactive Data）因小幅下调基金组合价值而受到指控，它这么做是为了避免基金价值突然大幅下跌。资产管理公司派坡资本管理（Piper Capital Management）受到SEC监控，公司一名咨询顾问被罚款200万美元并被吊销执业资格，因为他错误评估公司持有抵押资产的价值，而且未向投资者披露持有该资产的风险。

桥路基金公司（Bridgeway Funds）及其总裁约翰·蒙哥马利（John Montgomery）因基于错误的资产价值向客户收取绩效费而受到SEC起诉，支付了500万美元罚金。蒙哥马利曾是公司治理结构改革的强烈鼓吹者，还在国会前就此作证。他的基金公司被晨星公司评级很高，认为有效地保护了投资者的利益。第一命令金融服务公司（First Command Financial Services）向军队官员出售高估的富兰克林资源公司的基金，并未告知客户头12个月分红的50%将用于支付佣金。全国证券交易商协会认为这一行为属于诈骗并起诉了该公司。为此，该公司支付了1 200万美元罚金，富兰克林资源公司也停止销售相关基金。SEC还在调查基金经理是否收受基金销售部门为增加交易佣金而提供的回扣。魁克和雷利公司（Quick & Reilly）和派坡·杰弗雷公司（Piper Jaffray）因向经纪公司提供回扣而受到全国证券交易商协会的起诉。

花旗全球市场公司（Citigroup Global Markets Inc.）向SEC支付了2 000万美元罚金，因为SEC起诉它旗下美邦公司销售部门没有披露从75家基金公司收取的费用并为这些基金公司预留“销售空间”（shelf space），向客户推荐这些基金。达信保险有限公司的普特南投资基金也因类似行为受到指控，支付了4 000万美元罚金。因为同样的原因，运通金融咨询公司被SEC处罚1 300万美元，摩根大通银行被处罚200万美元。管理基金组合美国基金（American Funds）的资本研究和管理（Capital Research & Management）起诉加利福尼亚州总检察官威廉·洛克耶（William Lockyer），认为SEC才有对其基金销售的行政管辖权。洛克耶快速作出反应，起诉这家公司收受回扣，预留销售空间，欺诈客户。

SEC和全国证券交易商协会起诉爱德华琼斯投资银行（Edward D. Jones & Co.）未披露销售部门收受基金公司提供的回扣。为此，该投资银行支付了

7 500 万美元的罚金。其销售部门收取了赴欧洲和加勒比地区旅游的回扣，以帮助有关基金的销售。加利福尼亚州总检察官威廉·洛克耶要求爱德华琼斯投资银行支付更多罚金，因为该公司在报纸上登广告谴责基金公司延时交易和择时交易，但不久便承认自己也从事了大量延时交易。

富达投资金融服务公司（Fidelity Investments）处理了 16 名交易员，因为他们收受为公司提供经纪服务的投资银行杰弗里公司（Jefferies Group Inc.）的回扣。回扣包括昂贵的红酒，乘坐私人飞机去“超级碗”（Super Bowl）和温布尔登看比赛。富达公司交易员托马斯·布鲁德曼（Thomas Bruderman）同泰科公司丹尼斯·科兹洛夫斯基女儿结婚前的单身派对的费用也由杰弗里公司给支付了。这笔费用包括私人飞机、游船、女人以及一个侏儒表演。富达公司职员同美洲银行员工高尔夫球郊游行为也受到调查。富达公司还存在其他问题，包括使用公平价值定价法（fair value pricing）为其国际投资定价。这种定价方法被用来防止投资者基于国际市场时差进行套利，但批评人士认为这种定价方法过于主观，SEC 正在进行研究并要求充分披露该方法的使用。SEC 还因不当使用公平定价法改善业绩而起诉著名基金管理人加勒特·凡瓦戈纳（Garrett Van Wagoner）。凡瓦戈纳同意支付 80 万美元罚金，尽管他可以继续向基金公司提供咨询，但被禁止担任主管职务 7 年。

可变年金

监管者调查可变年金是否存在延时交易或择时交易。可变年金和共同基金运作模式差不多，但用于退休养老计划。可变年金最初受欢迎是因为它们具有税收优势，但联邦资本利得税的降低使共同基金的竞争力变得同它们相当。到 2002 年末，可变年金账户总额 8 000 亿美元，只是共同基金规模的一小部分。

SEC 起诉 FASCO 国际公司（FASCO International Inc.）的葛雷格瑞·沃尔登（Gregory P. Waldon），认为他诱导投资者不断在可变年金账户间转换以增加自己的佣金收入。SEC 和全国证券交易商协会的一项联合研究表明，消费者被介绍的可变年金多数并不适合他们。为此，全国证券交易商协会准备给

可变年金制定额外的监管规则。陷入会计丑闻的保险公司卡斯克公司（Conseco Inc.）又被证券监管者盯上，认为该公司允许可变年金持有人在账户间频繁转换。有关交易通常由资产规模较大的投资者进行。最后，卡斯克公司和因维瓦（Inviva）公司同意支付2 000万美元罚金，以了结斯皮策和SEC的起诉。同时，还有一位择时交易者起诉这两家保险公司不准他进行类似转换交易。他表示，他曾被允诺可以在自己可变年金账户间转换。

一个媒体事件

斯皮策和SEC通过查处延时交易和择时交易而获得的罚金和补偿金超过30亿美元，而且数额还在增长。一些投资者获得的补偿金超过了他们的预期损失。一些在延时交易或择时交易未发生时就进入市场的投资者也获得补偿。这招致共和党人、前纽约总检察官丹尼斯·瓦科的批评。瓦科恰好是被斯皮策挤下纽约总检察官职位的人。瓦科谴责斯皮策在攻击共同基金时过于激进[1]。事实上，瓦科在位期间已经开始从SEC手上接过监管华尔街的权力。他通过“扩大总检察官办公室的刑事司法职能，包括从起诉杀害警察的凶手到打击贩毒团伙等，他还在使用刑事司法权方面更加激进，特别是在追踪市场上骗子等方面。”[2]

律师们争夺牵头咨询地位的集体行为导致了2003年共同基金择时交易和延时交易丑闻。国会举行了多次听证会，提出加强监管、披露费用和员工奖金等立法建议。SEC没有等国会颁布法律，而是要求共同基金加大披露程度，包括投资者费用和基金投资情况等。基金公司被要求建立合规程序并雇用合规人员。SEC还要求投资咨询顾问制定道德准则，告知客户择时交易的市场影响和基金公司从事相关交易的情况。

SEC制定的一条规则引起很多争议。这条规则要求基金公司董事长必须同首席执行官分离，要求外部董事占比达到75%以上，外部董事必须每季度

---

① Dennis Vacco, “Martin Act Martinet,” *Wall Street Journal*, April 12, 2004.

② Terry Pristin, “The 1998 Campaign: The Tactics: In a ‘Virtual’ Race, Politics Without Kissing Babies.”

单独举行一次会议。尽管一项研究表明拥有非独立性董事的基金公司收费更低，管理层担任董事的基金公司业绩更好，但 SEC 的上述规定还是以 3 比 2 的表决结果通过了。这项研究是由密苏里州大学金融学教授史蒂芬·费里斯（Stephen Ferris）和阎学民共同进行的。他们研究了 450 只基金组合，得出的结论包括有独立董事的共同基金不一定较少牵扯丑闻，同时也因为他们不懂基金管理业务而造成了更高的花费。美国商会（the U. S. Chamber of Commerce）借此起诉 SEC，试图阻止新规的执行，但联邦法院否决了商会的起诉。商会认为，政府不应当强制决定工商业如何经营。最终，商会还是战胜了 SEC。一个上诉法庭判决 SEC 未充分考虑新规带来的成本，也没有认真考虑另外两位共和党专员提出的替代方案。在过渡期，威廉·唐纳森（William Donaldson）宣布辞职，但他推动 SEC 经过一周评估后重新通过该规定，因为他知道他的继任者不会赞同该规定。这一独断的行为引起了巨大的争议，进一步破坏了 SEC 已经受损的名声。作为对 SEC 新规的回应，国会要求 SEC 开展研究，判断有独立董事的公司是否业绩更好。这也成了对 SEC 的一种羞辱。

SEC 的这项新规将增加基金公司的管理成本，扼杀新基金的创设。增加的成本最终将在费用减免协议到期后落在投资者身上。这是一项破坏性的政府监管规定，强迫私人部门如何经营，而且是在政府此前完全没有经验的领域内制定的。为制止择时交易，SEC 人为设定 5 天之内买卖基金执行 2% 的赎回费率。后来，SEC 又同意基金公司自己裁定如何执行上述费率。此外，SEC 和国会还考虑对软美元（soft dollar）设置限制。软美元指经纪人将一部分佣金转移给基金投资顾问，以换取他们对有关基金的宣传。

对冲基金

进入 21 世纪以来，对冲基金数量超过 6 000 只，持有资产超过 6 000 亿美元。其中一些曾是华尔街共同基金丑闻的重要角色。事实上，对冲基金的名声早在 1998 年长期资本管理公司（Long Term Capital Management，LTCM）倒闭时就被破坏掉了。长期资本管理公司是一家对冲基金，由投资银行所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）前副董事长约翰·梅利韦瑟（John W. Meri-

wether）组建。梅利韦瑟鲁莽的行事风格因被迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）写入《说谎者的扑克牌》（*Liar's Poker*）而出名。梅利韦瑟因为在国债市场上的一个丑闻而被迫离开所罗门兄弟公司。此后，他创立了长期资本管理公司，但公司因聚合交易（convergence trading）而在 1998 年 9 月损失了 90% 的资本。对此，组约联邦储备银行高管彼得·费希尔（Peter Fisher）带领一批投资银行拯救了长期资本管理公司，这让人们想起 J. P. 摩根先生（J. P. Morgan）在 1907 年股灾时拯救市场的情形。美林公司、高盛公司、摩根士丹利、摩根大通银行等大投资银行向长期资本管理公司注入资金 36 亿美元，避免了市场恐慌。

对冲基金老虎资产管理公司（Tiger Management）在 1998 年 9 月股灾期间损失了 230 亿美元资本金中的 21 亿美元。10 月又损失了 34 亿美元，其中 20 亿美元是在同一天货币市场上损失的。公司总裁是朱利安·罗伯特森（Julian H. Robertson）。公司持续亏损，当 2000 年 3 月资本从 220 亿美元跌至 65 亿美元时，罗伯特森关闭了公司。另一家受 1998 年 10 月股灾影响的对冲基金是康涅狄格州格林威治的艾林顿资本管理公司（Ellington Capital Management）。这家对冲基金由投资银行基德尔皮博迪公司（Kidder, Peabody）前抵押贷款支持证券交易员迈克尔·弗兰诺斯（Michael Vranos）管理。面对股灾，他被迫卖掉在抵押贷款支持证券市场的巨额头寸，以满足保证金要求。

2001 年，两只利用可转换证券套利（convertible - arbitrage）的对冲基金损失 3 150 万美元，折价 40%。这类基金通过可转换债券和标的股票之间的价差进行套利。基金管理人肯尼斯·理珀（Kenneth Lipper）被投资者告上法庭。他的客户包括迪士尼公司总裁迈克尔·艾斯纳（Michael D. Eisner）和演员朱莉亚·罗伯茨（Julia Roberts）。理珀曾是纽约市副市长和电影制片人。爱德华·斯特拉福茨（Edward J. Strafaci）担任理珀的投资组合管理人，他被司法部指控高估持有的可转换债券和优先股的价值。理珀只好减记可转换债券价值 3. 15 亿美元，使得基金净值缩水近一半。斯特拉福茨受到刑事指控。

1998 年 8 月，俄罗斯政府债券违约。这使得乔治·索罗斯（George So-

ros）200 亿美元的量子基金（Quantum Group）蒙受了巨额损失。他关闭了量子基金中的新兴市场对冲基金，价值 15 亿美元。到 20 世纪末，量子基金价值下跌了 21%。他的对冲基金总价值从 1998 年 8 月的 220 亿美元下跌到 76 亿美元。索罗斯的名声可不怎么好。他在 20 世纪 90 年代通过交易将英国从欧洲货币一体化机制中强行揪出。据说，索罗斯在这一交易中获利 20 亿美元。2002 年，法国一法庭起诉索罗斯从事内幕交易行为，涉及他在 14 年前购买的 4 家法国国有企业。索罗斯被该法庭罚款 230 万美元。这当然不是索罗斯遇到的第一个监管问题。1986 年，他因违反交易限制规定而受到商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission，CFTC）的处罚。1979 年，他在计算机科学公司（Computer Sciences Corp.）公开发售股票前违规出售公司股票，后在股票公开发售时以更低的价格买入，以补上前期的卖空交易。这一行为被 SEC 以操纵股票罪起诉。索罗斯被永久禁止进行此类交易。

2003 年 1 月，日本一家价值 2 亿美元的埃弗库主基金（Eifuku Master Fund）在 7 天之内几乎损失了全部资本。一些公司认为，对冲基金的负面研究正在损害它们的股价。提出意见的公司包括 MBIA 公司、联邦农业抵押公司（Federal Agricultural Mortgage Corp.）和联合资本公司（Allied Capital Corp.）等。由迈克尔·伯杰（Michael Berger）管理的曼哈顿投资基金（Manhattan Investment Fund）从事的一项对冲基金欺诈行为导致 3.5 亿美元的损失。在佛罗里达州那不勒斯（Naples），大卫·莫布里（David Mobley）管理的马里可帕指数对冲基金（Maricopa Index Hedge Fund）最后成为一个庞氏骗局。1993 年至 2000 年，他欺骗了 300 多人，骗取了 1.2 亿美元。莫布里宣称他的基金有“捕食者系统”（predator system），能够确保大额交易收益。事实上，他把基金的钱用于个人奢侈消费，包括在那不勒斯购买昂贵的房地产和豪华车队。莫布里最终被判处 17 年监禁。此外，莫布里曾承诺将客户的资金保存在摩根士丹利，但一项要求摩根士丹利进行补偿的仲裁程序未获通过。

美国国内收入署（Internal Revenue Service）调查对冲基金将投资组合放在海外以规避国内税收的情况。一家对冲基金将 1.92 亿美元隐藏在海外基金账户中。商品期货交易委员会起诉交易风国际基金（Tradewinds International）

通过高估持有资产而实施欺诈行为。这家对冲基金在实有资金 110 万美元时宣称有 1 800 万美元资产，在实际受到损失时还对外表示盈利 12%。基金管理人查尔斯·哈里斯（Charles L. Harris）在乘坐快艇逃跑时，给投资者发送了一段视频，承认自己从事了不当交易。最终，他被抓捕了。

芝加哥一家北岸资产管理公司（NorthShore Asset Management LLC）表示 3 700 万美元被盗，但 SEC 调查认为基金管理人在投资投机性证券时损失了这部分资金。针对佛罗里达州棕榈滩（Palm Beach）富人的 KL 金融集团（KL Financial Group）在损失达到 4 亿美元时宣布关门。联邦调查局和 SEC 都在调查资金到底去哪里了。另一位对冲基金管理人史蒂文·科恩（Steven A. Cohen）显然做得更好些。他的资产净值超过 20 亿美元，每年盈利 3.5 亿美元。《纽约时报》一篇头版文章报道说，他投资的成功使得自己可以收集昂贵的艺术品，变成市场上的重要力量。

对冲基金服务有钱人，这使得它可以免受《1940 年投资公司法》监管。但有些对冲基金将最低投资限度降低至 2.5 万美元，鼓励那些不是特别有钱的投资者参与进来。共同基金投资对冲基金，也为小投资者进入对冲基金留出后门。这些并不富裕的投资者参与对冲基金市场，试图获得此前投资者享有的巨额收益，但他们开始发现风险和收益相伴相生。在市场不佳的情况下，对冲基金给投资者带来更加巨大的损失。

花旗集团因未兑现向对冲基金投资者承诺的目标收益率而受到全国证券交易商协会 25 万美元的罚金。全国证券交易商协会要求管理对冲基金的经纪人及其公司必须确保有关对冲基金适合他们的投资者，并对此负责。该协会表示，对冲基金正在成为主要的投资工具，但它们给投资者带来巨大的风险。

金丝雀资本公司基金交易丑闻暴露后，SEC 开始攻击对冲基金。对冲基金一直未被监管，直到 2003 年 SEC 开展了一项研究。研究之后，SEC 工作人员建议应当要求对冲基金管理人依据《1940 年投资顾问法》（*Investment Advisers Act of* 1940）在 SEC 注册。这项建议引起行业内强烈反对，尽管当时已有接近一半的大型对冲基金管理人在 SEC 注册了。面对反对意见，SEC 主席威廉·唐纳森强力推动规定的通过，以显示自己在加强监管方面的强硬姿态。

这一规定在SEC是以3比2投票通过的。一名对冲基金经理起诉SEC，要求停止执行该项规定。

在颁布新规定之前，政府就开始起诉对冲基金了。尽管对冲基金未在SEC注册，SEC还是起诉一家对冲基金总裁没有管理好内部员工。此前类似的起诉案件仅限于在SEC注册的公司。斯皮策和SEC还在调查对冲基金是否在卖空交易中存在市场操纵行为，甚至还有人因此建议禁止卖空交易。这实际上是一种倒退，因为历史上曾有人批评卖空交易者引发市场下跌。有趣的是，卖空交易者是SEC在华尔街上为数不多的共同利益者之一，因为他们守护完全信息披露制度，他们仔细研究公司的各项运作和会计报表，以防公司管理层掩盖纰漏。

在对冲基金持有资产价值下降的时候，投资者仍在买入基金。2004年，对冲基金数量达到7 000只，管理8 500亿美元资产。这较1969年200只对冲基金持有15亿美元资产、2000年管理4 000亿美元资产而言是巨额的增长。一些对冲基金经理更加成功一些。萨克资本咨询公司（Sac Capital Advisors）的史蒂文·科恩管理着40亿美元资产。在过去12年，他管理的对冲基金资产每年增加40%，其中一半作为自己的绩效奖金。

一家200亿美元资产的对冲基金帕玛尔（Permal）宣布成立符合伊斯兰法的对冲基金（Shariacompliant Islamic hedge fund）。一些风险投资者退出加利福尼亚州大学的对冲基金，因为一家法庭要求该大学披露其风险资本投资记录。很多类似的对冲基金对此项披露要求表示强烈反对。一些州也准备立法否定有关披露要求。

第9章 其他丑闻和改革

第1节 《萨班斯—奥克斯利法案》

亚瑟·莱维特

2000年股票市场泡沫破灭之后，完全信息披露成了给投资者的一张"空头支票"。但它的支持者反而变本加厉地宣扬它的好处。前SEC主席亚瑟·莱维特是这批人的领袖。莱维特离开SEC之后出版了一本书，就股市崩盘批评很多人、很多事，唯独没有提及自己的管理问题。莱维特表示，他曾受到共和党人、民主党参议员约瑟夫·利伯曼（Joseph Lieberman）以及那些秉持"促进商业发展"立场的"新民主党"议员们的阻扰。莱维特还说，华尔街那些"强大的特殊利益集团"是他减少市场不当行为的另一个障碍[1]。这些添油加醋的利益集团包括商业圆桌会（Business Round Table）、证券业协会（Securities Industry Association）、美国商会（United States Chamber of Commerce）和全国独立企业联合会（National Federation of Independent Businesses）。的确，民主党严厉反对完全信息披露。但莱维特没有在任何场合解释，

[1] Arthur Levitt, *Take on the Street*, p. 109.

为什么那么大的权力给了SEC，还没能防止最大笔的会计欺诈发生。事实上，在莱维特任SEC主席期间，调查和执行行动的数量实际上在下降。

尽管《联邦证券法》和SEC规定已多如牛毛，但莱维特宣称他要引入更多的监管规则。尽管市场泡沫期的丑闻和交易并不是新的，但莱维特却坚持，如果现有的管理规定无法保证完全信息披露，那就应该继续增加规定。莱维特希望推动联邦证券法中业已严厉的制裁更加有力，要求任何与交易有关系的人都成为“守门员”，成为相关规定的执行者和内线。

SEC新主席

哈维·皮特（Harvey Pitt）被布什总统任命为SEC主席，以代替亚瑟·莱维特。皮特在市场泡沫破灭后上任，所以必须得处理莱维特主持监管工作时期遗留下的问题。皮特看起来应该是改革SEC这一机构的理想人选，因为他在SEC和私人部门都工作过。皮特毕业于布鲁克林学院（Brooklyn College）和圣约翰大学法学院（St. John's University law school）。20世纪70年代，他从SEC总法律顾问办公室底层律师起步，最后一直干到总法律顾问。在这一职位上，皮特试图从商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission，CFTC）手上拿过金融衍生产品的监管权，但没有成功。然而，皮特仍因聪慧和诚信在SEC赢得了好名声。他长时间工作以及对自己下属的相同要求，也成了SEC的一个传奇。

在SEC任职期间，皮特目睹了很多丑闻。这些事件本应让他认识到担任SEC主席这一职位面临的风险。SEC前主席威廉·凯西（William Casey）因拒绝翻查国会一个委员会正在寻找的、同“水门事件”有关的调查文件而惹上麻烦。[①] 凯西把文件送到司法部，司法部可以行使行政特权，不让国会审查有关文件。SEC由国会创造，没有这一特权。这些文件送给的是司法部的约翰·迪安（John Dean）。迪安后来成为白宫律师，也是“水门事件”关键当事方。凯西不知道的是，一个SEC的律师完整地保留了那些文件的副本并上

① 1972年至1974年，哈维·皮特是本书作者的上司之一。同时，本书作者还作为凯西主席在“水门事件”调查过程中的法律顾问。

缴给国会。

在这次冲突之后，凯西离开了SEC，赴国务院工作。再后来，他在里根政府担任中央情报局局长。凯西走后，SEC主席一职由总法律顾问布拉德福·库克（Bradford Cook）接任，他恰好是哈维·皮特的上司。库克的任期很短。因为他被发现私自修改对罗伯特·维斯科（Robert Vesco）的起诉书。罗伯特·维斯科是一个外逃的金融家，他欺诈了投资者海外服务基金（Investors Overseas Service，IOS）。在起诉书完成之前，库克删除了其中维斯科向共和党候选人捐助竞选金的内容。

皮特在SEC工作一段时间后去了私人部门。他在20世纪80年代内幕交易丑闻中成名，特别是在为伊万·博斯基（Ivan Boesky）担任律师过程中显示出极强的谈判技能。这一时期，皮特为大量金融机构担任律师，包括银行、股票交易商、会计师事务所（安达信会计师事务所也在其中）以及那些同金融监管部门存在间隙的公司执行官们。皮特还为行业工会组织代理律师，如投资公司协会（Investment Company Institute，为共同基金游说的组织）、证券业协会（为股票交易商游说的组织）以及美国注册会计师协会（American Institute of Certified Public Accountants，AICPA）等。在注册会计师协会受到SEC压力进而建立独立标准委员会（Independence Standards Board，ISB）的过程中，皮特代表会计师行业同SEC谈判。他作为《美国注册会计师协会白皮书》的作者，指控SEC及其主席亚瑟·莱维特企图给会计行业施加“命令和控制”。白皮书在独立标准委员会第一次会议上发布，为此莱维特抵制了该次会议。

在私人部门工作期间，媒体常称皮特是“杰出的”证券业律师并引用他自己的话“我的一些客户说，最大的罚金是向我支付的代理费。我的代理费是很昂贵的。”皮特喜欢学术研究，发表过很多证券行业研究文章，还出版了一部关于金融机构监管的专著。尽管皮特有时会批评SEC的一些政策，但他非常尊重SEC，还是其中一个历史协会的主席。这一协会反映出完全信息披露的另一种现象。SEC人员流动大，为员工进入私人部门提供旋转门。一段时期，这些离职的人员强烈支持完全信息披露。他们珍视在SEC工作的经历，

定期在华盛顿聚会。在一次聚会上，最高法院法官、SEC 前主席威廉·道格拉斯（William O. Douglas）讲述起他变动的职业生涯以及四处旅行的经历，包括一次同罗伯特·肯尼迪（Robert Kennedy）赴俄罗斯旅行，以显示他和世界上各色人等都打过交道。接着，道格拉斯说，基于他广泛的经验，股票交易商似乎是地球上最差劲的一批人。这一说法得到现场协会成员沙哑的喝彩和掌声。

乔治·布什赢得 2000 年总统竞选后，哈维·皮特抓住机遇成为 SEC 主席。但皮特任职的时间节点却是最不幸的。他在市场下行过程中接任职位，几个月后还爆发了安然公司丑闻。尽管如此，皮特的背景、经历和学识使他成为该职位最理想的候选人。无论如何，在入职几周之后，皮特很好地应对“9·11”恐怖袭击，稳定了市场恐慌情绪。皮特还承诺给会计师更友好和宽松的政策环境。他希望公司能够和 SEC 合作，共同解决违规问题，以避免四处影响的执法行动。这些话成了安然公司倒闭后对他批评的把柄，媒体开始追查是谁曾经支持给商业这么大自由。

皮特试图跟会计师行业建立更加有效的工作关系，以代替亚瑟·莱维特时期容易引起冲突的政策。莱维特的政策既没有防止市场泡沫，也没有减少公司的不当行为。皮特尝试减少会计数据报告次数，因为他认为投资者被淹没在相互冲突的信息中。但这一政策发布的时间不能再差了，正好在安然公司重新发布会计数据期间。皮特建议建立一个新的监管实体，由有会计经验、能够约束会计师并保证监管质量的公众人物组成。这似乎是莱维特当初想要的，同时也是皮特在私人部门工作时厌烦的建议。

皮特承认，“以监管规则为基础的会计标准，催生了金融工程技术。这些技术仅仅考虑如何达到会计标准，而不会考虑实现经济目标。”① 他开始倡导“当下的”或实时的信息披露，符合当时改革潮流。因为皮特注意到，很多公司在向 SEC 报告之前已经公布了盈利信息。皮特对会计师的监管建议面临很多批评。1977 年成立的公众监督委员会（Public Oversight Board，POB）负责

① Neal Batson, Court - Appointed Examiner, Second Interim Report, *In re Enron Corp.*, p. 51.

评估审计质量，监督同行审议工作。该委员会的成员于2002年5月提出辞职，因为他们认为皮特关于成立新监管实体的建议损害了该委员会职能，使该委员会成为“跛脚鸭”。公众监督委员会由一个五位成员组成的理事会管理，其中既没有会计师，也没有行业专家。皮特回应称，目前这件事情“就是要让公众监督委员会让开路”。

皮特制造的另一个轰动是，他建议将SEC主席提升为内阁成员。这一建议在20世纪70年代皮特在SEC当普通律师时就被否决了。媒体鄙视地认为，皮特这么做是为了让自己的年薪提高3.5万美元。但皮特本身已经是百万富翁了，他在国会作证时指出，他来SEC工作，年薪已经缩减了99%。皮特的这一建议是有优点的。1993年，芝加哥商品交易所曾敦促国会将国内金融监管机构整合为内阁一个部门，以减少各机构之间的重复和无效监管。但芝加哥商品交易所这一倡议后来失败了。单一监管的体制在英国、日本和德国等一些国家实行。在皮特提出他的建议时，英国在这种监管体制上显得比较成功。

在对待公司给予期权奖励一事上，皮特的立场出现倒退。他一开始反对这一做法，后来当该问题成为安然公司在国内听证中出现的争议时，他的立场出现倒退。接着，纽约总检察长艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）对证券分析师的攻击，也让皮特很难堪。SEC看起来很无用；皮特试图同斯皮策结盟，也没有成功。皮特被发现在毕马威会计师事务所因施乐公司审计问题接受调查时，私自会见事务所负责人尤金·欧凯利（Eugene D. O'Kelly），从而引来更多批评。欧凯利在一封给公司员工的备忘录中吹嘘，他已经同皮特商讨过这一调查。而皮特否认这种说法，并因自己曾为KPMG做过代理律师而回避这一案件。皮特还因为没有及时在媒体宣布他将回避安然事件而遭致批评，也因为给会计师行业作法律顾问被批评。

在《华尔街日报》和《纽约时报》对皮特的批评声日益高涨的时候，两份报纸异乎寻常地联合起来，要求皮特辞职。参议员、“基廷五人组”（Keating Five）之一约翰·麦凯恩（John McCain）等人不久也加入声讨的队伍。很快，皮特成了众矢之的。白宫也给皮特带来进一步麻烦，哈维·哥德史密德

（Harvey Goldschmid）被任命为民主党在SEC的专员。哥德史密德是哥伦比亚大学法学教授，他坚持保留阿道夫·贝尔（Adolf Berle）和同事威廉·加里（William Cary）的遗产，给大公司施加更多监管规定。哥德史密德在亚瑟·莱维特时期担任SEC总法律顾问，参与起草完全信息披露规定，现在仍对莱维特保有忠心。他成了SEC内部皮特的严厉批评者。

选举事件

在2002年中期选举中，对共和党人来说，控制参议院已如探囊取物。安然公司和其他公司的丑闻成为这次选举的核心事件。民主党和共和党都想把安然事件责任推给另一方。民主党批评总统沉迷于打击恐怖主义的战争，导致发生以安然事件为代表的经济和公司丑闻。为应对民主党对经济的批评，总统呼吁通过减税支持经济复苏。民主党转向安然事件，试图证明共和党应对此事负责，尽管安然公司是在比尔·克林顿总统当政时期壮大的。与此相反，共和党人被涂上与该事件有关的污名后，他们的策略仅是简单要求民主党人去谴责公司管理层。但这是项困难的工作，正如参议员约翰·克里（John Kerry）所言，将安然公司的管理层比作电影《教父》中的柯里昂家族，是对柯里昂家族的侮辱。不久之后，安然公司董事长肯尼斯·莱（Kenneth Lay）却被曝担任海因茨中心（Heinz Center）董事会成员。该中心是一家倡导保护环境的组织，由克里的夫人特丽莎·海因茨·克里（Teresa Heinz Kerry）创立。

布什总统很快就受到政治压力，然后就向华尔街发起攻击。美联储主席艾伦·格林斯潘支持布什总统，他表示会计丑闻将破坏投资者信心，危害美国经济。2002年7月，布什总统发表了针对华尔街的讲话，试图安抚美国人：像安然事件这样的公司丑闻将受到严惩。他宣布了十点行动计划，以提高完全信息披露水平，并要求对编造会计报表的公司管理层进行严厉惩罚。总统同时表示，司法部正在组建一支公司欺诈特别工作组，由一位副总检察官牵头，将像“金融犯罪特警队”（financial crimes SWAT team）一样工作。特别工作组的成员来自SEC、商品期货交易委员会（CFTC）和财政部。总统严厉

的发言并没有在媒体中收到良好效果。很多评论家认为，总统的建议还不够强硬，不足以制止公司欺诈。事实上，这一演讲引起了司法部的政治迫害。演讲授权司法部在调查中对公司管理层及其家属采取任意严厉的手段，正如在李·法斯托（Lea Fastow）被追查的过程一样。一年内，该特别工作组以公司欺诈为名起诉了350多人，其中250人认罪。大多数是通过认罪抗辩实现的，包括25名公司首席执行官。

布什总统试图进一步凸显自己的严厉的形象，以平息歇斯底里的媒体。他指示SEC要求美国最大的1 000家上市企业的首席执行官和首席会计师以个人名义宣誓，保证他们公司会计报表的准确性。这一对完全信息披露的忠诚宣誓让麦卡锡年代的自豪感重现。其中，16家公司无法证明报告的准确性和完整性，它们提出了例外。百时美施贵宝公司（Bristol - Myers Squibb）首席执行官皮特·多兰（Peter Dolan）在次年也放弃对公司报表准确性的宣誓。这一忠诚宣誓没有包括泰科公司（Tyco）、全球交叉公司（Global Crossing）等总部设在百慕大群岛的外国企业。

总统本人也受到攻击。布什在担任总统之前，接受过哈肯能源公司（Harken Energy Corporation）提供的18万美元贷款。哈肯曾买下布什组建的石油公司，布什使用哈肯提供的贷款购买哈肯公司的股票。总统在1990年哈肯公司宣布2 320万美元季度损失两个月前出售了该公司212 140股股票，总统因此受到指责。总统出售股票时，股价在4美元左右，收获84.8万美元。后来，伊朗入侵科威特，威胁到哈肯公司在巴林的石油开采合同，公司股价随之跌到2.37美元。股价在公司宣布了季度损失后跌得更加厉害，但之后也恢复了。布什总统用出售股票赚的钱，支付了他收购德克萨斯巡游者（Texas Rangers）棒球队时的借款。之后，他以1 500万美元卖掉了棒球队的所有权，这也让他的反对者很生气。

批评人士宣称，哈肯公司在交易中使用过不当的会计操作，当时布什是董事会成员，公司的首席执行官也承认公司的会计报表是"一团糟"。[①] 这一

① Joe Consan, "The George W. Bush Success Story: A Heartwarming Tale About Baseball, $ 1.7 Billion, and a Lot of Swell Friends,", p. 42.

事件在布什竞选期间就被提及，但没有获得很大的关注。然而，安然事件和其他新出现的会计丑闻给重新审视总统这一问题创造了政治机会。布什总统还像从前一样表示，哈肯公司的股价几个月之后就恢复了并且达到他出售股票时的两倍。他在出售股票前向 SEC 提交了出售意愿报告，尽管 SEC 是在 8 个月之后才对外公布有关出售行为的。通过 SEC 的调查，布什总统清除了内幕交易的指控。SEC 因为延迟公布有关情况，未就此事起诉任何人。

副总统理查德·切尼（Richard Cheney）因在哈里伯顿公司（Halliburton Corporation）拥有管理权而受到批评。哈里伯顿公司是全球最大的油田服务和建筑公司。1995 年至 2000 年，切尼担任该公司的董事长兼首席执行官。现在事情就清楚了，根据完全信息披露准则，任何人只要和公司有任何联系，就将被打上烙印。一个私人利益团体 Judicial Watch 针对切尼提起诉讼，试图证明切尼在哈里伯顿公司任职期间通过有问题的会计操作欺骗投资者。有关操作由安达信会计师事务所进行，使得公司 4 年内账面收入超过 5 亿美元。起诉书宣称，哈里伯顿公司会计账目从一项尚未确认的建筑项目中提取了收入。后来，一个联邦地区法庭否决了这一诉讼。

1998 年，哈里伯顿公司没有公开会计操作的一项变动，并为此向 SEC 缴纳 1 200 万美元了结。为此，公司的财务总管也同意支付 5 万美元罚金。该会计操作变动是允许的，但问题出在没有披露。SEC 认为这违反了联邦证券法规，这是完全信息披露下的新理论。另一项集体诉讼更进一步，宣称哈里伯顿公司存在“严重的会计欺诈”，放大 1998 年至 2001 年的收入数据。一个联邦法官不同意以 600 万美元了事，认为这个数目不够。后来，哈里伯顿公司还因伊拉克战争期间过高的要价以及战后重建伊拉克获得的独家合同而受到攻击。哈里伯顿公司承认，公司一员工的确从一个科威特承包商收受了 600 万美元的回扣。

颁布《萨班斯—奥克斯利法案》

国会关于安然事件的听证会没有引起对新证券法的广泛支持，但世通公司的倒闭重新唤起国会的兴趣。国会听证会早期关注后安然事件时代关于衍

生品的立法。有关衍生品的监管因2000年《商品期货现代化法案》（Commodity Futures Modernization Act of 2000，CFMA）而放松，而衍生品当时被认为是安然公司倒闭的原因之一。但是，国际互换和衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association）发布报告认为，是安然公司内部管理失控，而非衍生品，导致了公司倒闭。商品期货交易委员会（CFTC）开始积极调查能源公司操纵市场行为，尽管2000年《商品期货现代化法案》放松了对这些公司的监管。有关调查引出一大批能源交易商错误报价的案子，其中涉及杜克能源公司（Duke）、Dynegy 和 Reliant 等能源公司。法律不得不有所扩展，以涵盖上述调查结果。另外，商品期货交易委员会的调查工作反而阻碍了给衍生品制定更多监管规则。

世通公司倒闭后，退休工人的养老金受到损失又引起广泛讨论。但是，很少有人讨论完全信息披露政策的错误使用导致了养老金被疯狂和人为地放大。大家关注的焦点再次转向公司给管理层的期权。但有观点认为，股票期权对创业公司有益，为很多人提供了财富，面对这种观点，大众对管理权的关注又减少了。同样地，批评共和党人的会计丑闻也不会持久，因为批评者也受到攻击。相反，会计师成为主要攻击目标，因为公众的愤怒已经被媒体和国会煽动起来，全部发泄在安达信会计师事务所上。在发现了几起审计错误后，联邦储备委员会和其他银行监管机构威胁要禁止会计师事务所审计银行。

世通公司倒闭之后，要求加强监管的压力越来越大。国会通过了《2002年萨班斯—奥克斯利公司改革法》，布什总统于2002年7月30日签署生效。布什总统说："这部法律是给公司会计制定的：你们必须严格执行高职业标准；审计人员必须接受审计；会计必须可信。"《萨班斯—奥克斯利法案》创造了一个新的负责监管会计行业的政府监管委员会，该委员会不会"只是扇一小部分人耳光"。相反，它将被给予"巨大的权力，未经审查的权力。这都是基于它的设计。"①

---

① U. S. Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, "Accounting Reform and Investor Protection," pp. 1189, 1653.

共和党参议员明奇·麦康奈尔（Mitch McConnell）曾试图通过一个要求工会接受会计审计的修正案阻止这一立法。麦康奈尔指出，工会工作人员有很多欺诈行为，他们盗用、违规使用工会资金。他嘲笑安然公司管理层的过失，他指出一个工会工作人员曾因指挥将工会基金投入一个旁氏骗局而获得巨额回扣。这一投资让工会成员损失3.55亿美元。另一个工会工作人员挪用数百万工会资金，为自己购买了8辆汽车、2艘船、3套喷气滑雪装置、1台割草机和108个玩具娃娃。麦康奈尔注意到一家工会所有的保险公司的管理层低价买到环球电讯公司（Global Crossing）的股票。作为交换，保险公司的储备金投资于环球电讯公司，而这导致了巨额损失。工会的做法有时比公司更粗暴，因为参议员麦康奈尔举出了另一个例子：一些工会工作人员炸毁了一位持反对意见工会成员的家并刺伤另一位工人。麦康奈尔认为，工会腐败是相互传染的，需要和正在立法的公司犯罪同等处理。

麦康奈尔的修正案本可能换来一些嘲讽，但引起了参议员爱德华·肯尼迪（Edward Kennedy）的愤怒。肯尼迪称麦康奈尔的修正案是一剂“毒药”，因为共和党人明明知道民主党人不会同意给他们的核心选民——工会设定完全信息披露的规则的。德克萨斯州共和党参议员菲尔·格兰姆（Phil Gramm）一反往常，没有支持麦康奈尔的修正案。格兰姆和他夫人因安然公司丑闻声名受损后，他宣布不再谋求再次当选参议员。他也失去了反对政府监管市场的热情，只剩下其他参议员引用那些古老的止疼药“我们的经济系统以透明为基础”，“我们只能期望公共会计师事务所发挥公司财务报表看门狗的职能”。[①]

《萨班斯—奥克斯利法案》的签署帮助共和党赢得2004年大选。共和党人在参议院重新获得稍占优势的多数，控制了众议院，并占据了很多州的州长职务。但完全信息披露仍意味着高额的支出。为符合这一法令，公司需要支付昂贵的审计费用、诉讼费用、律师费，还损失了行政时间。SEC也成了一笔不断上涨的费用。2002年8月，布什总统建议增加SEC预算3亿美元，

① U. S. Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, “Accounting Reform and Investor Protection,” p. 1303.

即上涨77%，使得其预算达到7亿美元以上。这可以保证SEC招聘800多名律师、会计师和调查员。SEC的预算此后还在上涨，2006财年达到8.88亿美元。同年，它的姐妹组织商品期货交易委员会（CFTC）预算仅有9 900万美元。

公众公司会计监督委员会（PCAOB）

在国会听证会上，两名会计师约书亚·罗恩（Joshua Ronen）和斯旺森（G. A. Swanson）提出一个独特的建议，倡议设立审计保险，由公共公司向保险公司支付保险费。保险公司被授权来定制公司的审计服务，以减少它们的风险暴露。这一建议的假设是管理层可能会向审计人员隐藏一些欺诈，而保险公司不会这样做。国会在听取了哈维·皮特建议后，选择了另一个层次的监管，建立了一个新的会计监管实体。

《萨班斯—奥克斯利法案》的核心是建立一个新的监管机构，为会计行业制定标准。这个机构叫作公众公司会计监督委员会（Public Company Accounting Oversight Board，PCAOB），很快就被称为“躲猫猫”。《萨班斯—奥克斯利法案》要求委员会按照联邦法人团体模式成立，根据哥伦比亚特区非盈利法管理。委员会通过发行证券融资，这增加了其在美国运营的成本，也提高了消费者生活成本，因为费用上涨可传导至消费品领域。委员会收到的罚金用于资助会计专业学生，因为没有人愿意成为审计师。从事公共公司审计工作的会计师事务所被要求在该委员会注册。有关注册给增加其他繁杂和昂贵的监管措施奠定了一定基础，包括建立台账、设定审计标准、创设道德准则、处罚违规审计师等。外国会计师事务所在成为公共公司时，也必须符合这些要求。

公众公司会计监督委员会在预算、人员和行政费用方面并不拮据，2005年预算达到1.528亿美元，有300名员工。员工平均年收入45万美元，董事会主席收入56万美元。这比财政部、SEC等政府机构人员收入要多得多。委员会计划审查会计师事务所，评估他们如何给合伙人分红，如何“在高层设定基调”等；而这些熟悉的限制目前都被打破了。委员会否决了一个成员关

于每5年轮换委员会自身审计师的建议。具有讽刺意味的是，委员会总部设在华盛顿特区安达信会计师事务所腾出来的办公楼里。

美国财务会计标准委员会（Financial Accounting Standards Board，FASB）仍掌控着公认会计准则（GAAP），但SEC根据《萨班斯—奥克斯利法案》的要求，开展了一项关于以原则为基础会计方法的研究，其中包括国际会计准则委员会（International Accounting Standards Board，IASB）使用的原则。财务会计标准委员会（FASB）已经在考虑使用以原则为基础的会计标准，而不仅限于以规则为基础的GAAP。2000年，SEC发布了一篇概念文件，就制定国际会计标准是否能达到完全信息披露的目标征求意见。欧盟委员会要求在欧盟境内股票交易所上市的公司在2005年之前，使用国际会计准则代替本国的会计准则。由于这一要求以及《萨班斯—奥克斯利法案》的规定，很多外国公司开始从美国股票市场下市。鉴于此，SEC于2005年4月宣布它计划推动让外国公司在美国使用国际会计准则填报会计报表。与此同时，将近100个国家，包括所有欧洲国家都已经在使用国际会计准则委员会（IASB）标准，而非美国的GAAP标准。此外，欧洲公司每半年报告一次财务情况。有人建议要求公司每季度报告一次，但被英国和欧盟阻止了。在安然事件和其他丑闻爆发后，欧盟放弃了实施美国式完全信息披露制度的计划。

在征求了美联储主席和财政部长意见后，SEC被授权任命公众公司会计监督委员会（PCAOB）的5位成员。委员会成员任期5年，只有2位可以是注册会计师。美联储前主席保罗·沃尔克拒绝了委员会主席职位，因为他认为该职位应该只是一个兼职。此后，SEC主席哈维·皮特就受到来自国会民主党议员以及民主党派驻SEC专员哈维·哥德史密德的压力，要求他任命约翰·比格斯（John Biggs）为委员会主席。比格斯曾是全美教师养老基金的董事长，该公司很早就倡议建立监管会计师的独立机构。根据哥德史密德的支持者所言，皮特曾同意任命比格斯，但后来最终决定任命前中央情报局和联邦调查局局长、前联邦上诉法官威廉·韦伯斯特（William H. Webster）为委员会主席。

韦伯斯特以前被任命至中央情报局和联邦调查局工作，是因为他能提升

这两个机构的诚信和团结。他被视为正直的典范，但没能应付完全披露要求的大量工作，也没能处理好哥德史密德对比格斯落选的不满情绪。根据政府问责办公室（Government Accountability Office，GAO）随后的报告，皮特曾被告知韦伯斯特是一家美国科技互联网公司（U. S. Technologies Inc.）审计委员会主席，同时这家公司还存在一些财务困难。但皮特不知道公司审计委员会辞退了审计公司 BDO Seidman LLP。这家审计公司随后向 SEC 报告说，美国科技互联网公司在会计控制方面存在实质性问题。韦伯斯特解释说，该审计公司被炒掉，是因为其费用过高，而不是因为它批评公司的管理。

政府问责办公室（GAO）注意到，皮特曾把审查韦伯斯特背景的工作交给 SEC 首席会计师罗伯特·赫德曼（Robert Herdman）。赫德曼当时发现了美国科技互联网公司的问题，但他认为这一问题并不重要，就没有报告皮特。可是，当有关情况被媒体披露后，哥德史密德将此作为 2002 年中期竞选中对哈维·皮特的最后一击。哥德史密德表示，皮特在提名韦伯斯特时缺乏完全信息披露。SEC 特派专员就此的表决也是明显的党派表决，韦伯斯特当时以 3 比 2 的结果当选，而根据法律规定 SEC 特派专员中至少要有 3 人来自本届政府的所在党派。

政府问责办公室的报告批评了包括皮特在内的 SEC 领导层的工作，认为他们在对韦伯斯特进行背景审查时不够认真，没有对韦伯斯特的错误做法提出意见。由于不习惯完全信息披露政策的要求，威廉·韦伯斯特只在公众公司会计监督委员会（PCAOB）主席职位上工作了 3 个星期就辞职了。皮特也于 2002 年 11 月 5 日辞职。罗伯特·赫德曼后来也辞职了。美国科技互联网公司暴露出的问题引起了一波政府调查。其首席执行官格雷戈里·厄尔斯（Gregory Earls）被指控不当使用 1 500 万美元公司资金。SEC 还禁止他使用自己的资金帮助公司摆脱困境。后来，陪审团认为厄尔斯有欺诈行为，因为他创设了 USV 合伙人（USV Partners LLC）公司兜售美国科技互联网公司的股票。厄尔斯被判处 10 年以上监禁，罚款 2 200 万美元以补偿受害者。受害者中还包括一些他在哈佛大学同学的父母。

哈维·皮特被威廉·唐纳森（William H. Donaldson）所代替。唐纳森是

纽约证券交易所原主席，也是华尔街首家经纽约股票交易所和 SEC 允许公开交易的经纪公司唐劳德逊·路金·杰里特（Donaldson Lufkin Jenrette）的总裁。这家公司在 1985 年被公平人寿保险公司（Equitable Life Insurance Co.）收购，后来以 115 亿美元的价格卖给瑞士信贷第一波士顿公司（Credit Suisse First Boston）。唐纳森曾表示，莱维特的完全信息披露制度很“疯狂”，但在他的任命听证会上他放低了批评的声调。迫于压力，唐纳森开始推动制定越来越多的监管规则，甚至在此前没有被监管的领域制定规则，如针对对冲基金的规则。SEC 花了一些时间才找到新的公众公司会计监督委员会主席。2003 年 4 月 15 日，纽约联邦储备银行前主席威廉·麦克唐纳（William J. McDonough）被任命为该委员会主席。他在该岗位上仅工作了两年。

《萨班斯—奥克斯利法案》试图限制审计公司提供咨询服务。适用这一当代的《格拉斯—斯蒂格尔法案》的咨询服务带来的收入占审计费用的 5%，包括簿记、财务信息系统设计、内部审计、精算服务、估值和定价、提供公平意见等，还包括管理和人力资源方面的功能，如行政招聘、投资银行、法律咨询和其他与审计无关的专业服务。税收筹划业务经 SEC 同意而被保留。SEC 上述限制措施导致的结果是很多大公司从四大会计师事务所中选择多达 3 家事务所分别进行审计、咨询和其他服务。

四大会计师事务所的很多会计师开始作为咨询师被雇佣，很快他们就因 SEC 的上述规定而离职。这些会计师事务所表示他们的员工受到不当的侵害。2003 年，四大会计师事务所离职率达到 20%。那些更有经验的会计师离职率甚至高达 25%。一项调查发现，超过 50% 的会计师认为他们的工作不如 5 年前那么有吸引力。

《萨班斯—奥克斯利法案》没有就要求审计轮换，但要求牵头审计人必须每 5 年轮换一次。次级审计人 7 年后轮换，但轮换 2 年之后可再度聘用。被轮换的牵头审计人和评估审计人可以在 5 年之后再度聘用。政府问责办公室被要求研究是否有必要引入完全的审计轮换制度。《萨班斯—奥克斯利法案》禁止审计公司向首席执行官或首席财务官曾在 1 年内受雇于该审计公司的公司提供审计服务。《萨班斯—奥克斯利法案》还要求政府问责办公室研究导致八

大会计师事务所整合为“最终四大会计师事务所”的原因以及这一整合是否会导致竞争减少、成本增加。

《萨班斯—奥克斯利法案》要求披露表外交易和或有负债。SEC被要求研究特殊目的实体的使用情况并向国会报告是否应对此施加额外的监管。SEC还被指示对备考披露（pro forma disclosures）进行监管。为达到这一要求，SEC要求有关备考的财务报表按照公认会计准则重新编制，这导致公众公司减少了备考会计的使用。SEC还被指示开展关于投资银行是否通过结构性金融交易帮助公众操纵利润，特别点名要关注安然公司衍生品业务和环球电讯公司的通讯业务互换等交易。

SEC被要求考虑实时披露，为此它提前了财务报表的报送时限，将报表编制时间压缩了1/3。SEC推迟了上述要求的落实时间，大公司在2005年末前实施，小公司迟缓落实的时间更长。8－K表格的填报要求进一步扩展，要求公司在季度报和半年报之间披露更多情况。新的披露内容包括重大协议的终止、管理人员的任用和辞职以及公司章程的变化等。这些新的披露要求将使8－K表格原始年8万张左右的填报数量翻番。

SEC还被要求给公司落实财务报告的内部控制制定规则并评估有关内控实施效果。这是一项花费巨大的工作，也招致很多抱怨。证券发行人被额外要求遵守道德准则，任何偏离准则的行为都必须公开披露。这一规定是专门针对安然公司出现利润冲突问题后制定的，安德鲁·法斯托由此可作为LJMs公司的合伙人，是利润冲突将安然公司扳倒。审计委员会的作用得到加强：现在它有权力选择自己的咨询顾问，雇佣或辞退公司审计人员，解决管理层和审计人员关于会计问题的争议。审计委员会被要求全部由外部董事组成，其中一名需是“财务专家”。委员会成员被禁止收受咨询费。公司审计人员需向委员会提交独立报告。NASDAQ和纽约股票交易商也制定有关规则，以求确保外部董事真正独立，不存在利益冲突。但是迪士尼公司的首席执行官迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner）利用这些规则辞退了公司内部反对他的高管。这些规则实际上还存在其他利益冲突的漏洞。

更多监管要求

《萨班斯—奥克斯利法案》让布什政府的宣示变成了法律。它要求所有公开交易公司的首席执行官和首席财务官保证公司财务报告的准确性。明知存在问题而作出保证的，将面临最高 20 年的监禁和最高 500 万美元的罚金。如果有关报告存在不准确的地方，首席执行官和首席财务官必须将存在会计问题时期的奖金或基于股权的补偿金退回，必须将该时期由于出售公司股票而赚得的利润退回。

SEC 授权获得法庭指令时，可以冻结支付给存在会计问题公司管理层的“特别”资金。这可以看作是针对伯纳德・埃伯斯（Bernard Ebbers）在辞掉世通公司后获得特别补偿金的一种法律修正。第一个受害者是维旺迪公司（Vivendi Universal）前董事长让 – 玛利・梅西尔（Jean – Marie Messier）。SEC 要求他放弃 2 500 万美元退职补偿金，而仲裁者认为他应当接受这笔资金。加利福尼亚州一联邦上诉法庭认为骏昇电视指南国际公司（Gemstar – TV Guide Inc.）两位高管收受的 3 760 万美元现金和 670 万股股票不是“特别”资金。这意味着即使 SEC 起诉这两位高管存在虚报账户的行为，上述资金也不能被冻结。联邦上诉法庭的裁定遭致了广泛的批评，同意进行复审。复审的结果是上述资金被认定是“特别”的。两位高管中的一位是公司董事长亨利・袁（Henry C. Yuen），他后来还被起诉干扰 SEC 调查公司会计问题。

《萨班斯—奥克斯利法案》为举报人提供了保护机制，包括不收代理费和不计由于他们举报行为带来的损失。美国公司海外分支机构的举报人不在保护之列。奇怪的是，这一保护的任务交给了职业安全与健康管理局（Occupational Safety and Health Administration，OSHA）。职业安全与健康管理局的调查者在会计方面并不擅长，在论证一个起诉是否同会计有关时也没有什么权威，但这并没有阻挡 300 多位举报者的积极性。这就创造出一种全新的法律案件。这些案件中的第一起，职业安全与健康管理局要求银行 Cardinal Bankshares 重新雇佣前首席财务官戴维・韦尔奇（David Welch）。韦尔奇因拒绝在公司财务报表上签字、拒绝同公司律师合作而被辞退。之后的调查显示，韦尔奇的论

述没有基础，但他还是讨回了拖欠的工资，也没有支付代理费。职业安全与健康管理局的判决后来被提交至联邦法庭。

文件保留的规定也增加了：要求审计人员保留工作文件5年以上。破坏、篡改或阻碍调查审计文件的人可以被处以20年以下监禁。关于证券欺诈的法律限制也增加了。美国判刑委员会（U.S. Sentencing Commission）被责令研究判刑规则是否应当纳入妨碍司法的有关条目。对信件和电话欺诈的最长刑罚从5年提高到20年。国会没有像殖民时代对待金融欺诈那样，要求截肢、切耳甚至死刑。

《萨班斯—奥克斯利法案》禁止公司向高管发放贷款。这一问题在20世纪20年代就出现了，但只是在安然事件之后才提上监管议程。另一项要求是内部人员购买股票要更加快速地报告SEC。由安然公司引起的《萨班斯—奥克斯利法案》另一个条款是，禁止公司工作人员在养老金封闭期买卖该公司发行的证券，这一规定到现在还存在。由于出售行为获得的利润可以被公司或股东收回。为此，养老金管理机构被要求提前30天宣布封闭期及其原因。

法学教授的攻击

近年来，根据联邦证券法律制定的公司治理结构标准一直按照自称在公司管理方面有专长的左派法学教授的意愿被推进。安然公司丑闻让这些教授集合起来。圣路易斯华盛顿法学院（Washington School of Law in St. Louis）院长乔尔·塞利格曼（Joel Seligman）在国会上表示："我们在公司治理结构和披露制度中存在的缺陷可以进行改善。这些问题不是由于人性的贪婪，而是因为我们取得的成功太多，以致忘记为什么要设立公司信息披露和审查机制。"[1] 这意味着问题是完全信息披露被当作是理所当然的事情。哥伦比亚法学院教授约翰·科菲（John C. Coffee）就此发表了一篇文章《理解安然事件："愚蠢，这是关于守门员的事情"》（*Understanding Enron*："*It's About the Gatekeepers, Stupid*"）。在文章中，科菲认为相对于愚蠢的普通人来说，金融分析师和律师充当守门员角色，有责任确保信息完全披露。明显地，国会不希望

[1] U.S. House of Representatives, Committee on Financial Services, "Hearing on Accounting Under Sarbanes - Oxley: Are Financial Statements More Reliable?" p. 574.

自己被认为是愚蠢的人。为此，它在《萨班斯—奥克斯利法案》中加入很多关于守门员的条款，其中包括一项开展研究的要求。

很多法学教授专门研究律师作为守门员的作用。他们指出律师事务所 Davis Polk & Wardwell 向南希·坦普尔（Nancy Temple）就文件问题提出的咨询意见，一定程度上导致了安达信会计师事务所的倒闭。这也被作为一个经典案例，因为 Davis Polk & Wardwell 公司中没有人被发现存在不当或错误行为。Vinson & Elkins 公司是法学教授另一个愤怒点。尽管这家公司中没有律师被证明有不当行为，但法学教授们强烈谴责该公司的律师们。

作为安然公司的首席顾问，Vinson & Elkins 公司自然知道作为守门员面临的风险。鲍尔斯报告（Powers report）批评 Vinson & Elkins 公司在安然公司披露信息的过程中没有提供更强烈、更客观和更有批判性的意见。休斯敦的一家联邦法庭拒绝解雇 Vinson & Elkins 公司作为安然公司的代理，但同时同意解雇另一家芝加哥律师事务所 Kirkland & Ellis 作为安德鲁·法斯托和 LJM 公司的代理。据传，安然公司破产调查员从 Vinson & Elkins 公司和安然公司的另一家外部律师事务所 Andrews & Kurth 收受了贿赂。[①] 安然公司内部律师也被破产调查员盯上，因为他们在监管公司使用特殊目的实体时不尽责。

法学教授们逐步扩大对安然公司律师的批评。耶鲁大学的罗伯特·戈登（Robert Gordon）教授显然不懂法定程序的概念，他认为安然公司的律师都是坏人，因为他们屈服于一种“自由的反法律主义”，在他们看来“没有什么可以解决问题的办法”[②]。戈登教授将 Vinson & Elkins 公司调查谢伦·沃特金斯（Sherron Watkins）对安然公司的批评作为律师有罪的一个证据。波士顿大学的苏珊·科尼亚克（Susan Koniak）教授在《哥伦比亚法律评论》上发表文章，更加严厉地批评律师们。她认为“律师们帮助公司高管找到犯罪的路径”。[③] 科尼亚克教授表示，著名橄榄球运动员辛普森（O. J. Simpson）割断前妻和她朋友的嗓子，尽管他得到开释，但他的确对自己的谋杀行为感到羞

---

① The author acted as a consultant on certain aspects of those issues.

② Robert W. Gordon, “A New Role for Lawyers? The Corporate Counselor After Enron,” p. 1190.

③ Susan P. Koniak, “When the Hurlyburly's Done: The Bar's Struggle With the SEC,” p. 1237.

耻。科尼亚克教授用此例比拟安然公司律师应感到羞耻。明显不合逻辑的是，正如科尼亚克教授所断言的，安然公司的律师们将逃脱惩罚，因为涉及的问题非常复杂，同时律师们也很有钱。律师们中间有人表示，这些起诉是“歇斯底里”，让人们想起麦卡锡年代的暴行。[1]

法律程序

传统上，律师们接受他们自己行业协会或他们自己认可的法庭的监管。不当行为会导致律师资格的终止或撤销。过去，SEC 通过禁止或终止有关律师代理同 SEC 相关的案件而实现监管律师的目的。一旦禁止或终止，将是对律师执业的死刑。当然，这其中也存在利益冲突：SEC 的目的是起诉律师们的客户，这将使 SEC 在处罚律师问题上难以保持中立。此外，律师会给客户提出一些激进的建议，教他们如何规避由 SEC 执掌的、昂贵的联邦证券法规。这也使得 SEC 在处罚律师方面有一定既得利益。

1935 年，SEC 通过法规［Rule 2（e）］允许在 SEC 的案件上约束律师的行为。直到 20 世纪 50 年代，律师们才受到这一法规的约束，其中只有 5 个案件延续到 20 世纪 60 年代。到 20 世纪 70 年代，SEC 对律师发起 85 起诉讼。这引起 SEC 和律师界的激烈争论。SEC 专员罗伯塔·卡梅尔（Roberta Karmel）反对这一诉讼过程。但是，一位 SEC 高级官员西奥多·桑德（Theodore Sonde）将给违反《证券法》的客户当律师比作不顾后座乘客强奸行为的出租车司机。这一比喻引起公司界巨大惊愕。SEC 官员甚至想禁止那些同他们意见相左的律师出现在 SEC 案件中，但这被 SEC 总法律顾问制止了。[2] 然而，SEC 官员还是强烈要求律师应向 SEC 报告其客户违反联邦证券法规的行为。这本身不是律师通常的职能，还引出了就代理人和客户间秘密享有不受调查特权的争论。

在 20 世纪 70 年代，SEC 起诉两家知名律师事务所（Lord，Bissell & Brooks 公司和 White & Case 公司）以及他们的合伙人，认为他们在代理全国

---

① Loren Fox, *Enron: The Rise and Fall*, p. 851.

② 本书作者当时在 SEC 总法律顾问办公室工作。

学生营销公司（National Student Marketing Corp.）并购交易时违反了《证券法》。SEC 表示，律师们曾帮助国家学生营销公司破坏《证券法》，他们没有要求公司公布 Peat Marwick 会计师事务所关于公司财务情况的负面评论。该公司曾就是否公布该问题征求律师们的意见，但律师的意见没有被听从。SEC 认为，律师们有责任组织并购行为并向 SEC 报告此事。这个案件引起巨大的冲突。White & Case 公司和它的合伙人玛丽恩·埃普利三世（Marion J. Epley III）向 SEC 妥协了。Lord，Bissell & Brooks 公司和它的两位合伙人选择不妥协，要求通过联邦法庭解决。庭审法官认为有关行为违规了，但他拒绝按照 SEC 的要求惩罚律师。尽管法官知道这场争论由 SEC 引起，但他基本没有对律师在类似案件中应发挥的作用、承担的责任制定准则。

美国律师协会的回应

受上述案件的启发，美国律师协会（American Bar Association，ABA）修改自己的规则，以消除任何可能被认为是支持 SEC 关于律师应作为客户举报人这一观点的伦理义务。律师协会表示，律师是顾问，而不是警官。但是，SEC 在 1978 年对另外两名律师及所在事务所提出类似指控，但这次指控却在 SEC 自己的管辖下。受控者是查尔斯·约翰逊（Charles J. Johnson）和威廉·卡特（William R. Carter），是纽约律师事务所 Brown，Wood，Ivey，Mitchell&Petty 的合伙人，也都是哈佛法学院的毕业生。SEC 的行政法官裁定，约翰逊和卡特协助并怂恿客户国家电话公司（National Telephone Company）作出违反《联邦证券法》的行为。他们没有要求客户披露一项贷款承诺对公司未来的影响。他们曾提出要求披露的意见，但在客户没有披露后并没有拒绝签字。

SEC 行政法官暂停了他们的执业权利。这一决定引起法律界对 SEC 的批评。卡特和约翰逊则向 SEC 提出上诉。SEC 认识到尚无管辖律师行为的明确规定或规范，因而放过了他们；但接着就提出制定相关规则的建议，要求律师对客户违反证券法规的行为承担责任。律师协会再次反应激烈。SEC 就这个问题同各方展开交涉。最终，规则未被采纳。SEC 表示，从政策角度看，SEC 将不会过分追究类似案件。卡特和约翰逊案件之后，SEC 再没有采取类

似行动。但在安然公司丑闻之后，SEC 的这种态度将被法规改变。

储贷协会问题

20 世纪 80 年代储蓄和贷款协会的危机给政府提供了另一个机会攻击律师的咨询服务，即律师通过咨询服务协助金融机构进行欺诈并导致损失。美国储蓄机构监管局（Office of Thrift Supervision）对纽约律师事务所 Kaye，Scholer，Fierman，Hays&Handler（KS 律师事务所）发起执法行动，认为该所律师在代理林肯储蓄贷款机构（Lincoln Savings & Loan）过程中提供了虚假和误导性的声明。林肯储贷机构的经营者是小查尔斯·基廷（Charles Keating Jr.），基廷本人也是律师。基廷通过公司为自己牟利，他从公司拿走 3 400 万美元，但导致公司破产。储蓄机构监管局要求基廷和 KS 律师事务所退回 2.75 亿美元，并要求冻结律师事务所 25% 的盈利，待案件判决后再做决断。KS 律师事务所屈服了，同意支付 4 100 万美元了解此案。

储蓄机构监管局对基廷和 KS 律师事务所采取的行动引发争议，因为通常认为，律师不对客户的不当行为负有责任。国会“基廷五人组”（包括现在的改革派参议员麦凯恩）被资助 130 万美元活动经费，干预监管机构对基廷的处罚。这些国会议员都没有被起诉。两位法学教授乔纳森·梅西（Jonathan R. Macey）和杰弗里·米勒（Geoffrey P. Miller）认为，对律师事务所的攻击实质是为了转移对联邦住房贷款银行理事会（Federal Home Loan Bank Board）负责人丹尼尔·沃尔（Daniel Wall）监管失职的关注。沃尔曾保护基廷免受监管部门的审查。此外，对基廷的判罚被联邦上诉法庭推翻，政府对他 43 亿美元罚金也被搁置一旁。然后，基廷已服刑的时间也用来减少对他的刑事指控。对基廷儿子的指控也被放弃。这还证明了另一点，政府检察官以家庭成员为对象，胁迫被起诉人认罪。更为成功的是，SEC 对基廷在控制林肯储贷机构后仍保留在老律师事务所的所有权进行了纪律处分。SEC 处罚了这家律师事务所，认为律师事务所有义务在公司了解情况的范围内向 SEC 披露有关客户的所有重大事实。

政府的敲诈行为在针对其他律师事务所的过程中产生了效果。Sidley &

Austin 律师事务所因代理林肯储贷协会业务被起诉，支付了 750 万美元罚金。在另一个案件中，律师事务所 Jones，Day，Reavis & Pogue 也因代理储贷协会业务支付了 5 100 万美元罚金。律师事务所 Paul Weiss，Rifkin，Wharton & Garrison 因向其他储蓄机构提供法律咨询，支付了约 4 000 万美元的罚金。很少有律师事务所能够像 KS 律师事务所那样，在面对大额处罚，甚至冻结资产的情况，站出来反抗政府的掠夺。加州的 O'Melveny & Myers 律师事务所则是一个例外。联邦存款保险公司认为该律师事务所在代理美国分散化储蓄银行(American Diversified Savings Bank)业务中有不当行为，但该律师事务所向最高法院上诉并赢得胜利。O'Melveny & Myers 律师事务所代理了该储蓄银行两笔辛迪加贷款，但发现银行两位控制人曾“欺诈性地高估银行资产，用虚假销售制造虚假‘利润’，‘编造会计报告’来掩盖银行日益减少的资产净值(最终成为负值)”[1]，因而有关贷款必须取消。O'Melveny & Myers 律师事务所的胜利是短暂的。加利福尼亚州第九巡回上诉法院没有认可最高法院的意见，维持自己先前的判决。

立法

安然事件之后，40 位法学教授致信 SEC 主席哈维·皮特，要求 SEC 制定关于律师职责的规则。要求律师作为法规守门员的呼声在这时达到顶峰。教授们提出的规则要求代表公众公司的律师，一旦发现公司存在违反证券法规的行为，应“顺势向上报告”，直到公司董事会，以纠正违规行为。皮特将这件事情交给总顾问戴维·贝克尔(David Becker)。贝克尔回应说，SEC 在 1981 年放弃了限制律师的法规。

教授们认为这种反馈不充分，就转向国会。北卡罗来纳州参议员约翰·爱德华兹(John Edwards)提出可以实现教授们目标的法律。爱德华兹当时正在准备竞选总统并持有反对商业的态度。参议员明奇·麦康奈尔再一次无法忍住反对民主党的提案。他提出一个修正案，即创建客户权利计划，要求包

① *O'Melveny & Myers v. Federal Deposit Insurance Corp.*, 512 U. S. 79 (1994).

括律师在内的相关人员，在客户受损后 45 天的“痛苦”期间内不要接触客户。麦康奈尔引用一个不当行为是，一名律师伪装成为牧师接近受损的客户。他这个提案同时在嘲弄爱德华兹，因为爱德华兹曾作为审判律师，在针对医生和医院的人身伤害的案件中获得很多财富。麦康奈尔的伎俩失败了，《萨班斯—奥克斯利法案》要求 SEC 制定相关规则。

法律要求律师通过公司行政链条向上报告违规情况，从公司内部律师开始，到审计委员会，必要时到董事会。SEC 还决定更进一步实施这一要求。正如北卡罗来纳大学法学教授托马斯·哈森（Thomas Hazen）指出，SEC 拟采取的规则“要求律师在对客户所采取行动纠正不正当行为不满意时，可以撤回代理并通告 SEC”[①]。撤回代理的提案遭到广泛反对，最后被 SEC 自己否定掉。但也许只是暂时否定，因为该机构还在继续考虑这样的要求。SEC 的确要求律师在代理公司员工或高管存在违反证券法规倾向时，在公司向上报告。因此，在全面披露制度下，律师也成为警察。在这个过程中，作为美国基本权利之一的律师和客户之间的代理关系遭到了破坏。这种关系从信任、信心和冷静地提供咨询，转变成了对抗和调查的关系。

司法部对律师和客户之间的关系展开进一步攻击。在安达信律师事务所被破坏掉后，各公司不得不面对自己的业务被完全披露制度引起的刑事指控毁坏的可能性。利用这一恐惧，司法部开始要求，为了避免刑事起诉或获得宽恕的判决，公司必须在政府的调查中充分合作。这是一个强大的威胁，因为“在美国金融市场的历史上，没有一家大型金融服务公司在起诉后存活下来”。[②] 另外，这样的合作将要求公司放弃律师与客户之间的特权，公司律师和雇员之间的通信以及律师代理过程中的文件都要接受调查。弗兰克·奎塔罗（Frank Quattrone）因此被起诉和定罪。公司被要求拒绝向“有罪”的高管提供任何协助，包括支付律师费，即使是在公司受法律约束和合同必须付款的情况下。在被定罪或甚至起诉之前，被政府调查的雇员可以被终止雇佣合同，同样也受到公司欢迎。

---

① Thomas Lee Hazen, “Administrative Law Controls on Attorney Practice: A Look at the Securities and Exchange Commission's Lawyer Conduct Rules,” p. 325.

② Theo Francis and Jonathan Weil, “AIG Could Face Criminal Charges.”

信用评级机构的作用

信用评级机构已被视为全面披露制度下公司治理结构中的另一个守门员。这些机构评估公司的财务状况，并就其信誉发布报告。受评估公司支付报告费用，并借助报告说服债权人扩大信贷。因为报告是对公司违约可能性的评估，因此在公司扩大信贷时，在确定支付利率时发挥重要作用。“风险越大，报酬越高”是不可变的财务规则。这意味着信用评级越高，信用额度就越有可能扩大（特别是在无担保的基础上），利率也就越低。

最大的两家信用评级公司是穆迪公司和标准普尔公司。它们的信用等级如下：

穆迪公司	标准普尔公司	含义
Aaa	AAA	最高信用质量
Aa1	AA +	高信用质量
Aa2	AA	
Aa3	AA -	
A1	A +	强偿还能力
A2	A	
A3	A -	
Baa1	BBB +	充足的偿还能力
Baa2	BBB	
Baa3	BBB -	
Ba1	BB +	有可能偿还；存在不确定性
Ba2	BB	
Ba3	BB -	
B1	B +	高风险的债务
B2	B	
B3	B -	
	CCC +	容易违约或已经违约
Caa	CCC	
	CCC -	
C	C	破产，或已违约①

① Frank Partnoy, “The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies,” p. 648, n. 139.

一些历史

信用评级机构的历史可以追溯到1837年。在这一年的市场恐慌中，刘易斯·塔潘（Lewis Tappan）的丝绸商业破产。作为《商业周刊》（*Journal of Commerce*）的老编辑，塔潘于是创立了商业征信所（Mercantile Agency），报告个人和企业的信誉。这种服务对信用扩张很有价值；相关概念也在蔓延。塔潘的公司在1859年被罗伯特·邓（Robert Dun）买下，更名为邓·波伊德公司（Dun, Boyd & Co.），提供了关于"借贷人品格、能力和资金条件"等信息。这家公司被认为是"一国贸易不可或缺的补充""伟大的信贷保护者"[①]。1849年，一位名叫约翰·布拉德斯特里特（John M. Bradstreet）的律师创立了另一家信用报告公司布拉德斯特里特（Bradstreet）。该公司于1933年同邓的公司合并，更名为邓&布拉德斯特里特（Dun&Bradstreet）。

19世纪，信用评级机构雇用了大约1万名记者，收集报告个人和企业的信用情况。这些记者中包括尤利西斯·格兰特（Ulysses Grant）、威廉·麦金利（William McKinley）、格罗弗·克利夫兰（Grover Cleveland）和亚伯拉罕·林肯等几任美国总统。评级机构也并不总是正确。一份报告认为，约翰·D. 洛克菲勒（John D. Rockefeller）是一个穷困的商人。信用评级业务随着经济扩张而增加。1890年，《普尔手册》（*Poor's Manual*）出版，并从1916年起分析债券问题。约翰·穆迪（John Moody）从1909年起开始给债券评级，并在1914年创立穆迪公司（Moody's Investors Service）。该公司后来被邓&布拉德斯特里特公司收购，但在20世纪末又被分拆出来。金融世界（Financial World）公司和布克曼尔经济服务（Brookmire Economic Service）公司也提供评级服务。标准统计公司（Standard Statistics Co.）从1922年起对债券进行了评级，后来加入普尔出版公司（Poor's Publishing Co.），成为标准普尔公司（Standard & Poor's）。惠誉出版公司（Fitch Publishing Co.）于1924年加入评级行业。

---

① John A. Kouwenhoven, *Partners in Banking: An Historical Portrait of a Great Private Bank, Brown Brothers Harriman & Co.* 1818－1968, p. 125.

普尔公司最初使用基于过去财务状况、当前财务状况和预期未来业绩的“三三制”评级制度。到了20世纪20年代末，评级机构开始使用基于字母等级的评级制度，从投资级直到垃圾级。信用信息业务逐步发展成为两个分支：消费者信用报告和公司信用评级。消费者信用报告机构受到监管，是20世纪晚期消费者保护法规的要求；而公司信用评级机构没有受到类似的监管。

事实证明，公司信用评级机构错误百出。1970年，宾州中央铁路公司(Penn Central Railroad)倒闭，其8 200万美元商业票据违约。评级机构对此根本没有知觉。邓 & 布拉德斯特里特因给宾州中央铁路公司最高评级而被起诉，但后来却被放过了。[①] 标准普尔和穆迪在加州的奥兰治县(Orange County)1994年倒闭前，还给该县最高评级。一个评级机构被起诉过高评估奥兰治县的偿债能力。破产法官认为，信用评级受“第一修正案”的保护；原告人必须拿出评级机构存在虚假和实际恶意，才能确定评级机构对不良评级负有责任。这是一个非常高的证据标准，把信用评级机构应负的责任和错误判断分割开。[②]

信用评级机构作用的扩大

长期以来，SEC对信用评级保持警惕。直到1981年，SEC改变了禁止公司在招股说明书及其他提交文件中标注信用评级的政策。接着，SEC允许公开披露评级结果，但不做要求。此前，为保护投资者免受证券经纪商破产损失而成立的证券投资者保护公司(Securities Investor Protection Corporation, SIPC)，也帮助评级机构提高了作用。SEC采取“净资本”规则，确保证券经纪商的流动性，并作为在破产时降低损失的保护性手段。这种净资本规则非常复杂，其中包括根据评级机构的评级结果对所持有债券价值减记的要求。监管机构还在其他方面依赖评级机构。货币市场基金被限制只能投资最高信用等级的债券。此外，银行监管部门使用信用评级来定义所谓的第三类证券(Type III securities)的计值标准，并要求如银行计划持有此类证券，其信用

---

① *Mallinckrodt Chemical Works v. Goldman Sachs & Co.*, 420 F. Supp. 231 (S. D. N. Y. 1976).

② *County of Orange v. McGraw Hill Companies, Inc.*, 245 B. R. 151 (C. D. Cal. 1999).

评级必须在投资级以上；还要求银行持有的证券化产品的资本要求根据信用评级进行风险加权。巴塞尔委员会对银行资本要求提出修改建议，拟根据公司贷款的信用评级对所需资本进行风险加权。有趣的是，标准普尔和穆迪公司反对巴塞尔委员会这一建议，因为它们认为信用评级不是为此目的而设计的。

批评的声音认为，联邦政府机构依赖私人评级机构，给予了评级机构准政府的角色，人为给评级机构创造了需求。SEC 进一步强化了这一观点，规定评级机构只有被它指定为国家认可的统计评级机构（Nationally Recognized Statistical Rating Organization，NRSRO），其评级结果才能被 SEC 接受。信用评级行业的寡头性质进一步受到批评。到 20 世纪末，美国固定收益证券的主要评级机构包括穆迪、标准普尔、惠誉和达夫菲尔普斯（Duff & Phelps）。SEC 认定的另外一家评级机构多米尼债券（Dominion Bond），在 2003 年获得 NRSRO 头衔。标准普尔在全球债务评级量超过 2 万亿美元，控制了 41% 的市场份额。穆迪占 38%，惠誉占 14%。

像会计师一样，评级机构由他们评估的公司支付服务费。这造成了明显的利益冲突。每当一个高评级的公司失败时，批评的声音会很快出现。安然公司的倒闭引发了更多批评。穆迪公司每年从安然公司收取债务评级费用 150 多万美元。它和标准普尔在安然公司破产前 4 天仍将安然的债务评为投资级别。安然公司的股价在此前几个月内已经持续下跌，从每股 20 美元跌至信用评级被降至垃圾级之前的 1 美元。在降至垃圾级之前的两周内，安然公司的债券也从 85 美元下跌至 35 美元。

评级机构作为守门员的职责受到监督，几乎完全是圣迭戈大学法学教授弗兰克·帕特诺（Frank Partnoy）努力的结果。在国会证词中，帕特诺批评评级机构在 SEC 规定下拥有了准监管职能。他指出，NRSRO 的设计给评级机构“锁定业务的垄断力量”。他断言：“如果我们取消这些规定，使信用评级行业成为竞争性行业，那么我们就不会有现在当债务等级被降低至 BBB 级以下后出现的问题……这为什么重要呢？如果标准普尔这个私人机构将你的信用等

级降到 BBB 级以下，你就会很麻烦。借钱要昂贵得多。”[①]

作为对帕特诺教授指控的回应，评级机构表示，他们是无辜的，因为他们评级依赖的信息来自经审计的财务报表，而非自己的独立审计，从而将责任转移给会计师，而会计师又将责任转移给管理层。这种说法和分析师的辩护相同，但引起了国会议员愤怒的呼声，他们想知道如果评级机构所做的一切就只是阅读公开发布的财务报表，那么他们所增加的价值又在哪里呢？评级机构的确也同管理层进行私下接触，辅助信用评估。这种接触在全面信息披露制度豁免范围之内，有关接触信息由管理层掌控。和分析师的说法一致，评级机构表示，他们对安然公司降级迟缓，是他们认为同戴纳基公司的并购可以支撑安然公司的价值。他们还指出，这次合并得到雪佛龙公司的支持，在并购谈判崩溃前，各大银行还向安然注资 15 亿美元资金。

《萨班斯—奥克斯利法案》要求 SEC 对评级机构进行研究，确定其是否应成为全面信息披露制度的守门员之一。欧盟向美国施加压力，要求监管信用评级机构。作为回应，SEC 发布概念文告，就这些机构是否应受到某种形式的监管征求公众意见。SEC 后来宣布，将调查大型评级机构反竞争做法以及由被评级公司支付佣金而产生的利益冲突。评级机构还将业务拓展到咨询服务，也让人们担心会出现新的利益冲突。

SEC 后来认定，它没有权力监管评级机构。国会随后就评级机构的作用举行了多次听证会。SEC 主席威廉·唐纳森在听证会上表示，评级机构自律不足，需要更多立法。然后，SEC 明确 NRSRO 的定义，以便施加更明确的监管。SEC 的做法令纽约总检察长艾略特·斯皮策很不满意。他便自己开始调查穆迪公司关于抵押担保证券和再保险公司的评级。

在欧洲，德国议会要求国际证监会组织（International Organization of Security Commissions，IOSCO）为评级机构制定国际行为准则，给债务发行人权利对不满意的评级结果提出上诉。2004 年，国际证监会组织发布了一份关于评级机构及其工作原则的报告。欧洲议会借助该报告通过一份决议，要求评级

---

① U. S. Senate, Committee on Governmental Affairs, “Hearing on the Fall of Enron: How Could It Have Happened?” p. 73.

机构提高评级透明度，避免利益冲突。

为了应对压力，评级机构开始收紧评级标准，并在安然公司倒闭之后威胁要对几家公司进行降级。评级收紧导致相关公司借款成本增加。标准普尔还宣布它将不再对结构性融资进行评级。它特别关注佐治亚州的房屋贷款，因该州通过了“佐治亚州公平贷款法”，要求停止掠夺性贷款，允许借款人起诉参与发起证券化贷款的公司和个人。

第2节 《萨班斯—奥克斯利法案》不是万能药

更大的成本

SEC主席威廉·唐纳森在一场纪念1929年股灾75周年会议的致辞中表示，《萨班斯—奥克斯利法案》预防了另一次大萧条，是“有价值的政府干预”。实际上，美国经济在《萨班斯—奥克斯利法案》干预之前就已经复苏了，法案增加的监管措施并未对投资者提供更大的保障。法案通过后，财务报表重述的数量的确有所增加。法案只是在已经很繁重的全面披露制度的基础上，给公司增加了更多成本。保险巨头美国国际集团（AIG）因会计操纵受SEC指控，因其他金融违规行为受艾略特·斯皮策指控。集团总裁汉克·格林伯格（Hank Greenberg）抱怨说，为达到《萨班斯—奥克斯利法案》的要求，他的公司每年得多花费3亿美元。该法案通过后，美国收入在10亿美元以下上市公司的审计和会计费用平均增长130%。该法案还导致上市公司增加费用55亿美元。审计费用增加了50%，首次上市的费用大幅上涨，公司董事、高管的保险费用也出现激增。许多水平较高的首席执行官因成本原因限制他们所在董事会的人数，否定这些被离职董事们对公司专业知识和经验的贡献。一些高管甚至选择提前退休，以避免在公司陷入经济困境时承担责任。《萨班斯—奥克斯利法案》没有使财务报表更加可靠。2004年重述的财务报表从2002年的330个上升到414个。

柯达公司也许是美国商业中政治最正确的公司，但它的首席执行官丹尼

尔·卡普（Daniel Carp）抱怨说，“后萨班斯—奥克斯利时代”中“这些规则疯狂地浮出水面”，“我们从公司利润中拿出大笔钱，投资于会计要求”，“这笔钱本可以用于研发，用于广告宣传或是员工培训”[1]。一家公司的营业收入因这些成本下降了10%。该公司抱怨说，公司2004年第一季度的法律费用增加了105%。商业领袖们抱怨，《萨班斯—奥克斯利法案》没有增加投资者的信心，同时还阻碍经济增长，因为公司管理人员开始在业务运作中畏首畏尾。

当《萨班斯—奥克斯利法案》严重地侵犯了特拉华州州法院的职权范围之后，特拉华州出现剧烈反弹。特拉华州州法院副院长利奥·斯特林（Leo Strine）批评增加独立董事人数的做法，因为这将把更多的权力投入到首席执行官手中。纽约证券交易所新任首席执行官约翰·泰恩（John Thain）在《华尔街日报》刊文指出，外国公司逐步放弃在美国交易所上市，因为监管成本在上涨，特别是《萨班斯—奥克斯利法案》提出关于报告和内部控制评估的新要求。2004年，几乎没有欧洲公司在美国发行过股票。对法案增加公司费用的抱怨，使SEC开始考虑制定一项规则，允许已经在美国注册发行股票的外国公司收回注册。法案还带来其他问题。2004年第三季度，未在规定日期内提交财务报告公司数量增加了一倍。

国会本希望通过《萨班斯—奥克斯利法案》制造出审计师和客户间的对立关系，但这完全有可能导致管理层向审计师披露更少信息。对立关系的性质是管理层除非被问及，否则不会主动提供信息，但会计师根本没有途径了解自己该问什么。这种新关系的影响已经显现，《萨班斯—奥克斯利法案》颁布后，变更审计师的情况显著增加。2004年前六个月，大约900家公司更换了审计师，或是根据审计师的要求，或是审计师被管理层辞退。这几乎等于2003年全年审计师变更的总数。这些统计数据表明，审计师和管理层之间的关系变得更加困扰和有对抗性。运通公司就变更了审计师，它放弃了自1975年以来一直合作的安永会计师事务所。运通公司是安永最好的审计客户，审计费用2 300万美元。到2004年，四大会计师事务所失去客户的速度是两年

① Ben Rand, “First Steps, Long Journey.”

前的3倍。许多公司，特别是小公司变得更加松散，因为它们不得不去争夺其他小型会计师事务所，大大增加了成本。二级审计师BDO希德曼（BDO Seidman）公司在某些情况下甚至将服务费增加了1倍。

对公众公司会计监督委员会（PCAOB）及其巨大权力的反对意见也在增长。里根总统时期的财政部顾问、美国企业研究所（American Enterprise Institute）研究员彼得·沃里森（Peter Wallison），批评公众公司会计监督委员会缺乏对自身的监管，并敦促国会要求SEC将其撤销。沃里森进一步表示，《萨班斯—奥克斯利法案》破坏了“董事会和管理层之间的共同权益，破坏管理层风险承担意愿，而后者恰好是经济增长的基本要素”。这引发了SEC内部的争斗，两名专员试图在部门预算通过前，要求对公众公司会计监督委员会和财务会计标准委员会（FASB）施加更多监管。

对分析师的攻击也在增加。SEC专员哈维·哥德施密德在2004年9月抱怨说，资金已经从投资研究中撤出，在一些大型经纪公司中已下降了三分之一。资金缺乏对小公司打击最大，但这些情况并没有阻止SEC寻找更多的“守门员”。SEC执法司司长斯蒂芬·卡特勒（Stephen Cutler）主张，公司应聘请一名监察员担任“私人监察官”。这是将公司变成政府官僚体制的又一个建议。但这一要求被作为奎斯特公司同SEC解决会计操纵案件的条件加入和解协议中。

高管的薪酬

《萨班斯—奥克斯利法案》要求上市公司收回以虚报收益为基础给予高管的奖金，但这一规定在实践中被忽视了。安然事件及法案通过后，首席执行官的薪酬仍继续上涨。2002年对美国69家大公司首席执行官的薪酬调查显示，该年度他们的薪酬上涨了15%，中位数是300万美元。现金奖励的中位数是60.5万美元。17位首席执行官的限制性股票奖励增加了73%。2003年首席执行官薪酬又有所增加，上涨到860万美元。

2003年，高露洁公司（Colgate Palmolive）首席执行官鲁本·马克（Reuben Mark）获得薪酬1.41亿美元，其中主要是期权收益。苹果公司的乔布斯

收获7 400万美元，联合技术公司的乔治·戴维（George David）收获7 000万美元。处于困境的胜腾集团（Cendant）的首席执行官亨利·西沃曼（Henry Silverman）也收到5 400万美元薪酬。2003年，甲骨文公司的拉里·埃里森（Larry Ellison）再次获得4 000万美元奖金。2003年，哈佛大学向两位基金管理人每人支付3 500万美元资金，2004年每人收到的奖金都减少1 000万美元。百事通公司（Blockbuster Inc.）曾同安然公司在宽带业务上合作，后陷入困境。该公司在1999年（公司上市）和2004年向首席执行官约翰·安蒂奥科（John F. Antioco）支付了1 900万美元的工资，以及数百万股股票期权。2004年10月，安蒂奥科收到公司170万股股票的期权和价值1 200万美元的限制性股票。与此同时，公司还正面临30亿美元损失。

2004年，美洲银行宣布，尽管公司表现欠佳，但退休的董事长查尔斯·吉尔福德（Charles Guilford）还将收到一笔1 636万美元的退休费及约800万美元的“激励”奖励，还有未来每年310万美元酬金和给他妻子的230万美元酬金。朗讯科技公司（Lucent Technologies Inc.）向董事长兼首席执行官帕特里夏·鲁索（Patricia Russo）支付1 360万美元薪酬，比上一年增加了1倍。泰科公司向新任董事长兼首席执行官爱德华·布林（Edward Breen）支付薪酬1 070万美元，感谢他在恢复公众对公司信心中的工作。迪士尼公司支付了让它陷入困境的总裁迈克尔·艾斯纳725万美元奖金。迪士尼公司的确宣布了一些薪酬改革方案，决定将更多向高管支付限制性股票而非期权，并要求这些高管持有公司股票的金额至少等于其基本工资的3倍。

不当行为继续浮出水面。政府起诉威斯塔能源公司（Westar Energy Inc.）首席执行官戴维·维特希（David C. Wittig）在没有董事会批准的情况下，花费公司数百万美元资金。这一丑闻被称为“中西部的安然事件”。维特希的花费包括650万美元翻新办公室，购买一个价值2.9万美元的电视柜，他还肆意使用公司飞机，飞往欧洲进行家庭旅行。他收取了数百万美元的搬家费，但始终未搬迁。维特希重新装修了在堪萨斯的住所，那曾是落选的总统候选人阿尔夫·兰登（Alf Landon）的住所。他花费11.1万美元买窗户，购买价值1 200美元的青铜鳄鱼。维特希十分过分，他和另一位被解雇的高管在被解

雇后仍试图获得 1.89 亿美元的递延薪酬和遣散费。该公司花了 900 万美元雇佣纽约律师事务所 Debevoise&Plimpton 进行了内部调查，以确定维特希是否操纵了公司账目。律师没有发现会计欺诈，但却发现了奢侈的支出。维特希被起诉银行欺诈罪，并因涉嫌欺诈公司受到其他起诉，但陪审团最终未作出裁决，宣布误判。后来，他和公司首席战略官道格拉斯·雷克（Douglas Lake）被判欺诈公司。他们被没收财产。维特希曾因在所罗门兄弟公司的薪酬登上《财富》杂志封面。

又是期权

一项学术研究发现，公司通常会在发布正面信息之前或发布负面信息之后，发放期权补偿。外部董事经常也能够获得这种补偿。同时，SEC 还在审查那些使高管在没有出售股票的情况下仍可以获得收益的衍生交易。相关策略可以免受《1934 年证券交易法》中关于短期利润禁令的约束。

安然事件之后，期权薪酬改革方面有了一些自愿性限制措施。2004 年 2 月，IBM 宣布，公司前 300 名员工获得的股票期权，只有在公司股价上涨 10% 以上时才能使用。还有一些公司采取政治上正确的薪酬标准，例如，设定高管薪酬上限为一般工人薪酬的几倍。可口可乐公司停止公布预期收益，并开始支付过去授予其员工和高管的期权。该公司仍因会计问题受 SEC 调查。可口可乐公司向日本灌装公司超量运送产品，以夸大收入。这一做法在可口可乐公司内部称为“gallon pushing”，最后被马修·惠特利（Matthew Whitley）告密。为解决 SEC 对此的指控，可口可乐公司同意加强内部会计控制并建立道德与合规办公室。司法部为此不提出指控。可口可乐公司还向汉堡王支付了 2 100 万美元赔偿金，因为它被诉利用青少年扭曲汉堡王餐厅产品测试结果。同时，可口可乐公司的盈利继续受到压力。新任董事长内维尔·伊斯德尔（Neville Isdell）的薪酬在某些条件满足的情况下将超过 1 700 万美元。1999 年至 2004 年，可口可乐公司向一小部分高管支付了总计 2 亿美元的薪酬。

花旗集团、宝洁公司、通用电气和通用汽车在可口可乐公司之后也宣布，

将对行权的期权进行支付。超市连锁温迪希(Winn - Dixie)和波音公司早已在《萨班斯—奥克斯利法案》之前就开始支付期权了。2004 年，500 家上市公司决定支付期权，但利润减少少于 1% 的公司中只有 21% 的愿意支付期权。信息技术类公司拒绝支付期权，并表示只有法律要求，它们才会支付。公共信托和私营企业蓝带委员会(Conference Board Blue Ribbon Commission on Public Trust and Private Enterprise)建议公司支付期权。该委员会成员、前美联储主席保罗·沃尔克(Paul Volcker)还呼吁取消以期权作为薪酬的做法。

财务会计标准委员会(FASB)在安然事件和公众公司会计监督委员会(PCAOB)创建之后变得更加激进。它公布了更严格的会计要求。其中一项是改变了对特殊用途实体(special purpose entities，SPE)独立所有权的要求，这种实体曾被安然公司大量使用。新规则要求 SPE 的外部独立投资者至少提供 10% 的资本，比以前的规则增加了 7 个百分点。这一规则模仿了安达信会计师事务所在安然公司破产前的做法。财务会计标准委员会(FASB)还允许不把经营性租赁纳入资产负债表，导致 500 家大公司从资产负债表中剔除近 5 000亿美元的债务。

财务会计标准委员会(FASB)似乎并不热衷解决将期权作为公司费用的问题。国际会计准则委员会于 2004 年 2 月决定，要求从 2005 年起所有使用国际会计准则(IAAP)的公司将期权作为费用计入报表，欧盟随后采取了这样的标准。这给 FASB 带来进一步压力。同年 4 月，FASB 宣布将要求根据 GAAP 的公司把期权计入费用。可以预见，这一要求收到很多反对意见，但 FASB 继续向前推进。FASB 还决定股票期权被支付之后，将被作为权益，而非负债。这引发更大的争议。对此，FASB 表示这一规定有助于更多披露股票回购行为，而该行为可以抵消期权行权带来的股权稀释效应。10 月，FASB 宣布推迟 6 个月执行。同年 7 月，众议院批准了一项法案，阻止 FASB 制定将期权作为成本的要求，但允许 FASB 要求公司将向前五名高管支付的期权作为成本。新公司还可以对这些高管的期权递延三年再作为成本。因 FASB 的要求不适用于在其生效日期之前已发行的期权，安克诚公司(Acxiom Corp.)就钻了这一漏洞，立即向员工发放大量期权。其他公司也可能效仿。

将期权作为费用的影响可能是戏剧性的。微软公司的报告表示，由于决定将向员工和高管发放的期权作为费用，公司收益在 2003 年第四季度每股下降了 6 美分。因此，公司决定不再向雇员发放股票期权作为薪酬或激励。但与此同时，雇员可以获得限制性股票，要求他们在公司工作一段的时间后才能变现。微软公司员工仍持有的期权，目前处于价外状态（低于执行价格），将被摩根大通公司收购。期权曾让微软公司成千上万名员工成为百万富翁，但这一机会在未来被封锁了。还有其他几家公司也决定停止向员工提供期权，其中包括时代华纳、嘉信理财和安泰保险（Aetna）。

问题公司名单在增加

2003 年，财务报表重述的数量创下新高，比 2002 年增长了 13%。重述的主要原因是资产负债表中储备和或有负债的错误。牛仔裤制造商李维斯公司（Levi Strauss & Co.）于 2003 年 10 月宣布，其 2001 年的净收入夸大了 2 600 万美元。2003 年第三季度的业绩也被夸大了，实际低于报告近 500 万美元。2003 年 9 月 11 日，李维斯公司关闭了其在美国最后一家工厂，裁员 21%。SEC 起诉计算机制造商捷威公司（Gateway）和三名高管从事虚假交易，伪造订单收入和利润。固特异公司（Goodyear）重算 1997 年至 2003 年的净收入，减少了 6500 万美元。

SEC 起诉软件公司自由科技（Liberation Technologies）首席运营官唐纳德·菲茨帕特里克（Donald Fitzpatrick）在 2002 年和 2003 年通过往来交易（round - trip transactions）提高公司收益 17%；在交易中，公司向客户提供资金用于购买自身产品。由于这种行为，投资者损失了 4 000 多万美元。菲茨帕特里克被诉上法庭，另一位高管托马斯·斯蒂特（Thomas Stitt）因在这一交易中的作用同 SEC 私下了结。公司申请破产，但法官未予认定。朗讯公司和思科公司曾在该公司有大量投资。

皇家荷兰壳牌石油公司承认曾夸大已探明石油和天然气储量 20%（约 43.5 亿桶）。这一重述是 1992 年会计规则要求的结果。规则要求公司披露已探明的石油和天然气的储量及其现值；现值要求根据储备销售时收到的现金

流量折现计算，必须是有根据的推测。还有不同的方法可以报告这些信息。壳牌公司被迫重述其储备四次。在2004年5月24日的重述报告中，公司表示，2001年至2003年收益应减少4亿美元，因为油气储量被夸大了41%。公司的董事长菲利普·沃茨（Philip Watts）被温和地辞退，还获得190万美元遣散费。公司的审计人员和一些高管因会计重述被起诉。公司以1.5亿美元罚款同美国和英国的监管机构达成和解，美国司法部决定不提起刑事指控。公司还以9 000万美元解决了养老基金发起的集体诉讼。

荷兰的壳牌股票养老基金模仿美国，要求进行公司治理改革。另有美国的两家工会养老基金加入，它们要求公司放弃两级董事会结构。在两级结构中，一小部分高管可加入上层董事会。这一结构从1907年就存在了。壳牌公司屈服了这一压力，合并了英国部门和荷兰部门，并组建了单一董事会。

壳牌公司的问题在业界引起涟漪。英国石油公司于2004年3月11日下调油气储量2.5%，并在不久后注销23亿美元资产。埃尔帕索公司（El Paso Corp.）宣布，其石油和天然气储备也被夸大了10亿美元，需要重述过去5年的财务报告。由外部律师对该公司进行的内部审查使事情更加糟糕，公司在2004年8月再次宣布减少天然气储量的估计值。公司还表示，由于这些重述，股东权益将减少10亿美元，1999年至2003年的费用将增加16亿美元。这些储备丑闻造就了另一个“看门人”，即专门审计此类储备的独立公司。但也有人表示担忧，认为这些公司向石油公司提供咨询服务，存在利益冲突。石油公司戴纳基有另一个问题：它被环境保护署以违反《清洁空气法》为由指控，后同意支付5.45亿美元来改善在伊利诺伊州的排放控制。

大都会人寿（MetLife Inc.）因旗下新英格兰人寿保险公司（New England Life Insurance Co.）处理延期支出账户问题，重述了2003年会计账目。有SEC人员建议就该不当行为对大都会人寿提起诉讼。公司旗下大都会抵押和证券公司（Metropolitan Mortgage and Securities）停止向超过3.5万余名投资者支付证券利息。公司审计师安永会计师事务所辞职，表示公司前三年的财务报告出现重大错报。2004年2月4日，大都会抵押贷款公司（Metropolitan Mortgage）申请破产，投资者损失6亿美元。红帽公司（Red Hat）于2004年

7 月披露，大都会保险公司重述了三年来会计账目。该消息导致股价下跌 24%，公司首席财务官辞职。

电子数据系统公司（Electronic Data Systems，EDS）因会计操作受到调查。EDS 的创始人是性情古怪的百万富翁罗斯·佩罗（Ross Perot）。他曾将 EDS 出售给通用汽车，然后作为第三个政党的候选人参与 1992 年总统竞选。他的加入导致老布什的失败和克林顿的成功。EDS 董事长兼首席执行官理查德·布朗（Richard Brown）被解雇，公司也宣布损失。2003 年 10 月，公司重述了盈利，清除了此前 22.4 亿美元利润。公司的信用评级被降到垃圾级。2004 年公司出现更多资产高估问题，导致无法及时公布第三季度业绩。此后，汽车零部件公司德尔菲公司（Delphi Corp.）也表示，它在账目中错误地记录同 EDS 的交易。

德尔菲公司是最大的汽车零部件制造商。2000 年，它通过在一个会计年度将材料出售给特定客户，而在下一个会计年度再将材料买回的模式，夸大公司现金流量 2 亿美元。该公司还在 2002 年和 2003 年通过不当递延费用的方式夸大利润。事发后，公司首席财务官艾伦·道斯（Alan S. Dawes）被辞退。公司董事长兼首席执行官巴特伯格（J. T. Battenberg）和首席会计师保罗·弗瑞（Paul Free）宣布辞职。2004 年，公司报出亏损并预计在 2005 年产生更多损失。通用汽车透露，它与德尔菲公司有过两次可疑交易，其中一次让通用汽车 2000 年的收入增长了 19%，击败了分析师们的普遍预期。德尔菲公司还进一步宣布，表外债务也存在会计问题。随后，又有两位高管辞职；公司重述了 2001 年和 2002 年的业绩，缩减收益 3 亿美元。德尔菲公司当时还成为俄克拉何马州和密西西比州两州养老基金集体诉讼的目标。有两个外国基金发现有利可图，也加入了诉讼。2005 年 10 月 8 日，德尔菲公司申请破产，导致公司 18.5 万名员工处于危机状态。公司劳动力成本失控，并考虑大幅削减工资。通用汽车已经将德尔菲剥离，但保留了一些德尔菲的债务。德尔菲公司宣布破产后几天，另一家汽车零部件供应商达纳公司（Dana Corp.）宣布，将重述前六个季度的财务报表。还有一家汽车零部件制造商科林斯 & 艾克曼公司（Collins & Aikman Corp.）表示要延迟 2004 年

财务报表公布时间。这导致该公司股价下跌 24%。通用汽车也宣布重述报表，裁员 3 万人。

SEC 在同意太阳信用银行（SunTrust Banks Inc.）同卡斯塔金融公司（Crestar Financial）合并之前，要求太阳信用银行重述过去三年利润并减少贷款损失准备金 1 亿美元。SEC 认为，太阳信用银行的贷款损失准备金被人为高估，目的是达到金融分析师设定的季度盈利预期。该银行通过贷款损失储备减少本季度贷款损失，从而增加账面盈利。这同银行监管部门产生一些紧张局面：银行监管部门倾向于尽可能多的贷款损失准备金，以保护联邦存款保险。太阳信用银行辞退了三名滥用贷款准备金的高管。

SEC 指控灵魂食粮概念公司（Soulfood Concepts）及其首席执行官马尔科娃·坎贝尔（Markova Campbell）虚报 2001 年至 2003 年的财务报表。该公司复制先前已提交的报告，更改报告日期，并附上虚假的审计报告。公司的审计员已提前辞职。安全描述药品有限公司（Safescript Pharmacies Inc.），之前称作 RTIN 控股公司（RTIN Holdings Inc.），位于德克萨斯州朗维尔（Longview），是一家电子处方技术公司。该公司及其首席执行官史丹利·斯旺森（Stanley L. Swanson）等高管被 SEC 起诉；SEC 认为他们在 2002 年至 2003 年通过向新建的特许经营商出售特许经营协议，换取无价值的股票和期票，而这些票据被立即确认为收入，尽管这些专营公司根本无力支付这些票据。被告还向公司审计员提交过虚假的存款证明。

总部位于新泽西州的药物批发公司米地哈特（Medi－Hut）的首席执行官、首席财务官和销售副总裁，因虚报公司收入和盈利、向 SEC 调查人员作虚假陈述等问题，被判处 40 个月以上的监禁。e 资金（eFunds）公司首席财务官保罗·布里斯托（Paul H. Bristow）和另一名高管尼克希尔·西哈（Nikhil Sinha）受到 SEC 指控，说他们允许公司不正确地将子公司的一项 210 万美元付款确认为公司收入，并同意未来通过咨询费收入偿还。他们被处罚款并禁止继续这种行为。

戴顿电力有限公司（Dayton Power & Light Co.）的母公司 DPL 公司的高管在 2003 年末收到 3 300 万美元现金后被公司起诉。公司声称，这些高管误

导薪酬委员会从而获得这笔收入。高管们反诉，要求再追加5 000万美元。讯宝科技公司（Symbol Technologies Inc.）的7名高管被起诉通过填塞分销渠道（channel stuffing）等做法使公司收入在1998年至2003年增加2亿美元，以达到分析师的预期。这家公司位于纽约州霍尔茨维尔（Holtsville），是条形码扫描仪和无线网络的领先制造商。被起诉的高管包括总裁托莫·拉斯米诺维奇（Tomo Razmilovic）和首席财务官肯尼斯·杰基（Kenneth Jaeggi）。拉斯米诺维奇事发后出逃，被司法部宣布为逃犯并列入美国邮政检查员稽查名单上。讯宝科技公司因SEC起诉缴纳罚款和返还资金共计1.39亿美元。公司首席会计官员布莱恩·伯克（Brian Burke）因欺诈行为而接受刑事指控。

安特拉西斯网络系统公司（Enterasys Network Systems）的4名高管因会计欺诈受到刑事指控。被告中包括公司首席执行官恩里克·菲亚洛（Enrique P. Fiallo）。该公司参与计算机网络设计建造工作。因公司业绩同分析师预期相差2 000万美元，公司就秘密向其他公司发送资金，并请这些公司从经销商处购买该公司产品。公司再把这些销售记为收入。包括公司首席财务官在内的两名高管拒不认罪。该公司的一名外部董事兼审计委员会负责人是新罕布什尔州前州长克雷格·本森（Craig Benson）。

水星金融（Mercury Finance）公司首席执行官约翰·布朗卡特（John Brincat）被起诉，通过在资产负债表上保存不良贷款来操纵公司盈利。加利福尼亚州圣克拉拉市（Santa Clara）塞林克（Cylink）公司首席财务官约翰·道斯（John Howard Dawes）因伪造公司记录被判处3年缓刑和6个月家庭监禁；公司还被要求重述1997年和1998年会计结果。公司销售副总裁托马斯·巴特勒（Thomas Butler）受到类似处罚。

OfficeMax公司解雇了4名高管，并迫使刚就职2个月的首席财务官布莱恩·安德森（Brian Andersen）辞职。不久之后，公司首席执行官克里斯托弗·米利肯（Christopher Milliken）也辞职。在他辞职前，一家分销商抱怨在2004年最后一个季度，该公司有330万美元的销售被篡改。公司开始审查前两年类似做法，并要求延迟提交财务报告。米兰实验室公司（Mylan Laboratories Inc.）和国王制药公司（King Pharmaceuticals Inc.）之间的合并计划受到

后者财务报表重述的影响。公司恶意收购者卡尔·伊坎（Carl Icahn）也试图挫败这项合并交易，宣称国王制药公司的价值被高估了。

一些公司逐步削减退休福利，以改善其财务状况。有的更改是直接进行的；有的是用储备进行更改。2004 年 10 月，6 家大公司因这类行为被 SEC 调查，其中包括德尔菲公司、福特汽车、通用汽车和西北航空公司等。员工养老金日益成为一个严重的问题。国税局正在调查美洲银行现金余额养老基金的会计处理问题。银行员工提出集体诉讼，声称银行鼓励员工将其 401（k）养老金账户资金转入公司现金余额计划，以套现资金。美洲银行称，曾经能够将资产投资于回报高于现金余额计划的项目，因而保证利差收入。一个联邦上诉法院认为，施乐公司需要赔偿数百万美元，以弥补现金余额计划的计算错误。在另一个案件中，IBM 违反了年龄差别规则，在现金余额计划下付给年长工人的收益低于级别相同的年轻工人。为此，IBM 赔偿 3 亿美元。此后，IBM 宣布将不再向员工提供现金余额计划，只提供 401（k）养老计划。

更多审计失败案例

2004 年 8 月，公众公司会计监督委员会（PCAOB）发布对四大会计师事务所的审查报告。报告认为，这些公司都未审计出重大的会计问题，误用普遍接受的会计准则，审计也缺乏独立性。委员会还对会计师事务所内部控制的质量表示出担忧。由于审计失败，毕马威会计师事务所同意向骏昇电视指南国际公司（Gemstar - TV Guide International）股东支付 1 000 万美元，作为了结 SEC 起诉的一部分资金。2004 年 10 月，毕马威再次遭到 SEC 谴责，后来同意支付额外的 2 500 万美元来解决类似问题。会计师事务所将这些事项视为无关紧要的数量问题，但 SEC 认为这些在“质量上”是有实质影响的。这是 SEC 多年来在完全信息披露框架下一直追求的理论，但至少在安然公司丑闻前未取得太大成功。毕马威是四大会计师事务所中最小的一个，在全球 152 个国家有 700 多个办事处和 10 万名员工。2002 年，公司全球收入 107 亿美元，其中 34 亿美元来自美国业务，纳税约 12 亿美元。2003 财年，公司全球收入增长 13%。毕马威始终维持总部设在瑞士；由于收购了安达信会计师事

务所的业务以及美国审计需求增加，它的审计业务出现强劲增长。

SEC 指控美国致同会计师事务所（Grant Thornton LLP）及合伙人彼得·贝伦斯（Peter M. Behrens）未能正确审计 MCA 金融公司（MCA Financial Corp.）的财务报表。MCA 金融公司使用关联交易来夸大收入。另外一家会计师事务所德农·梅赫（Doern Mayhew）及董事本尼迪克特·雷比茨基（Benedict Rybicki）也在同一案件中被指控；因为这两家会计师事务所联合审计 MCA 公司。这是致同会计师事务所推进的一个计划的一部分；它同小型会计师事务所合作，联合审计客户，以提高事务所审计结果的可信度并接触更多小公司客户。为了结 SEC 的指控，致同会计师事务所同意对审计人员进行会计欺诈培训并支付了 150 万美元民事处罚。

2004 年，普华永道因对美国最大服装制造商 Warnaco 集团的审计而被 SEC 谴责。普华永道被指控允许 Warnaco 集团在业绩重述报告中声明，导致重述的错误成本是新建企业方面的费用。事实上，重述的原因是库存多报问题。在另一个案件中，一个上诉法院支持一个社区学院对普华永道未审计出学院财务主管不正当投资的指控，维持了对普华永道 1 200 万美元处罚的决定。2005 年，普华永道还因对大使保险公司（Ambassador Insurance Co.）的审计工作遭到 1.82 亿美元的处罚。正义车轮慢慢碾压，大使保险公司实际上 20 年前就破产了。普华永道还因同客户赫兹公司（Hertz Corp.）的汽车租赁协议受到 SEC 调查。SEC 正设法确定这些协议是否影响普华永道的审计独立性。赫兹公司刚刚以 150 亿美元的价格出售。

安永会计师事务所合伙人托马斯·特拉格（Thomas Trauger）因销毁信用卡公司 NextCard 的审计文件而被起诉妨碍司法工作。NextCard 公司向信用风险较高的个人发放信用卡，并因违约破产。在另一个案件中，安永同意支付 150 万美元罚金，来了结费城检察官的起诉；因为安永曾在 1991 年至 1997 年建议费城的医院为不必要的血液检测提交了 20 多万份医疗保险索赔。此外，一家商业软件公司 Quovadx 宣布其首席执行官和首席财务官因 SEC 调查辞职。该公司在确定收到收入之前就在账目中确认了收入。公司的会计师事务所安永也因此受到攻击。

安永会计师事务所因与人类软件（PeopleSoft）公司的咨询关系成为SEC执法行动的对象。SEC表示，安永会计师事务所作为审计师的独立性正在下降。安永帮助人类软件公司向第三方推广软件，获利4.25亿美元；1994年至1999年，安永从人类软件公司获得170万美元审计费。SEC的行政法法官要求安永会计师事务所退回审计费用并在6个月内不接收新客户。这是20世纪70年代毕马威会计师事务所审计失败案后，对一家大型审计公司施加的最严厉制裁。加利福尼亚会计理事会（California Board of Accountancy）因这一行为对安永罚款10万美元，并列入监控名单。在人类软件公司被起诉后，安永停止了其咨询业务。此外，SEC还在调查安永会计师事务所在与美国运通公司签订的利润分配安排中是否违背了审计独立原则。

政府开始逐步分离会计师事务所审计业务和咨询业务。2004年7月，审计公司收入中只有40%来自非审计服务；这一比例低于上一年的55%，更低于2001年的72%。截至2003年5月31日，德勤会计师事务所的全球营业收入增长21%。其中，约1/3来自咨询业务。德勤曾宣布要出售其咨询业务部门，但在2003年收回这一决定，成为唯一拥有咨询服务业务的主要会计师事务所。德勤因而受到政府压力，被要求出售咨询业务。德勤还有其他问题，它是一起20亿美元损害赔偿案件中的被告。该案件由两家日本保险公司发起，它们因北卡罗来纳州航空再保险公司Fortress Re的倒闭而遭受巨大损失。Fortress Re是德勤的审计客户，它使用会计欺诈隐瞒负债，误报保险性质。该再保险公司的两名高管因为这些不当行为被判罚10亿美元，同时放弃4亿美元的个人资产，包括一架喷气式飞机。德勤向日本公司赔偿了2.5亿美元。这个问题中涉及有限保险（finite insurance），是一种被其他公司用来操纵其财务业绩的产品。此外，德勤还受到对它关于Parmalat SpA公司和Adelphia Communications公司审计结果的攻击。

旅行账单和税收

客户对会计师事务所的旅行账单提出挑战。一起诉讼指责普华永道从航空公司和酒店收取回扣，但未把回扣返还审计客户，而这些客户曾为会计师

全额支付旅行费用。普华永道以5 450万美元了结该诉讼。毕马威也因为员工谋取旅行折扣而被起诉。它同意支付3 400万美元，其中1/3进入原告律师口袋。原告获得优惠凭证，可用于未来会计服务打折或获得凭证面值60%的现金。安永同意支付1 800万美元，以了结对其旅行账单的集体诉讼和司法部的调查。

安然丑闻给政府调查会计师事务所税务咨询服务制造了借口。同传统寻求立法弥补税收漏洞不同，政府这次简单地断言向客户提供如何最小化税收的咨询服务是非法的，并且以此攻击会计师事务所。毕马威、安达信（倒闭前）、德豪（BDO Seidman）和安永会计师事务所分别出售了叫作FLIPS、OPIS、COBRA、BLIPS和CARDS等名称的避税项目。普华永道曾推出了名为BOSS（bond and option sales strategy，债券和期权销售策略）和“Son of Boss”的避税计划。这些计划一度曾被知名律师事务所和会计师事务所仔细研究；但到了后安然时代，这些计划助长了对普华永道的攻击。国会一项关于毕马威避税项目的研究报告表示，有240人宣称58亿美元损失，从而节省了14亿美元税款。毕马威通过在华盛顿特区办事处的税务创新中心营销500多种避税产品。国会报告发布后，集体诉讼律师事务所竞相指责毕马威会计师事务所的过失。后来，毕马威和司法部达成的延期起诉协议进一步给了这些律师支持。利用这一协议，律师们迫使毕马威和盛德国际律师事务所支付2.25亿美元赔偿金，以解决他们在营销某些避税项目中的作用。集体诉讼律师有望获得3 000万美元代理费。

毕马威会计师事务所辞退了税务部负责人理查德·史密斯（Richard Smith）。另有30余名合伙人被要求离职。司法部本考虑对会计师事务所本身进行起诉，但在安达信事务所彻底颠覆后又有些担忧。毕马威迫不及待地道歉，乞求政府避免安达信式的结果，因为那必然导致公司破产。SEC已经开始为只有“三大”会计师事务所作准备了。

在安达信案件误判之后，司法部认识到，起诉一个主要会计师事务所，只会造成数千个工作岗位损失。但是，司法部可以借此敲诈金钱，并规定它认为是好的公司治理改革。在毕马威案件中，向政府支付的递延起诉费用是

4.56亿美元。此外，毕马威还同意聘请一名“独立监察员”，即在世通公司事件中成名的理查德·布林登（Richard Breeden）。

毕马威19名资深合伙人因在营销避税计划中的作用被起诉。其中一名会计师戴维·格林伯格（David Greenberg）被极度热心的法官安得烈·威斯特里奇（Andrew J. Wistrich）保释，并被从洛杉矶送回曼哈顿。两位斯坦福大学法学院教授罗伯特·韦斯伯格（David Weissberg）和戴维·米尔斯（David Mills）认为其他教授们蔑视白领被告的权利，并同他们划清界限。二人在《华尔街日报》评论版发文，认为起诉“非常奇怪”，因为检察官试图通过刑事法院来立法规定税收政策。他们还指出，起诉涉及行为通常不被视为刑事犯罪。

安永会计师事务所向国税局支付1 500万美元补偿金，以了结后者对它在销售避税项目中作用的起诉。安永曾因向斯普林特公司（Sprint Corp.）高管出售避税产品而受到审查，有关产品能让公司高管为出售价值1亿美元股票期权避税，并导致他们被解雇。德意志银行也卷入这一争议，它销售货币期权，为COBRA避税计划制造损失。德意志银行还参与了OPIS（Offshore Portfolio Investment Strategy，离岸证券投资策略）的避税计划。

政府继续对那些被指控犯有财务罪的人采取强有力的检控手段。为了确保被起诉的雇员不被恰当地代表，政府迫使毕马威同意不为他们支付律师费。毕马威的一封电子邮件表示，公司一名在国税局调查员面前作证的合伙人认为，最好的方法是伪装健忘并坚称自己不在圈子中。这封电子邮件将此称作“倚绳休息战术（rope-a-dope）/安然式防御”。

不过，对于毕马威会计师事务所来说，《萨班斯—奥克斯利法案》是好消息。它2005年的盈利比上一年提高了16%，而2004年也有14%的增长。但毕马威的问题并未结束。公众公司会计监督委员会（PCAOB）表示，毕马威有1/4的审计工作存在缺陷。德勤会计师事务所的情况更糟。PCAOB声称，经该会计师事务所审计的报表，一半需要重述。显然，专业会计师们难以达到政府对他们承担充分披露任务的期望；这在过去50年历史上已经十分明显，而且经历让人痛苦。

公众公司会计监督委员会（PCAOB）进一步扩大其职权范围，制定规则禁止会计师事务所向购买本所避税计划、同时该避税计划被国税局认定为滥用行为的公司提供审计服务。审计公司还被完全禁止向被审计客户的高管出售避税产品。SEC 和 PCAOB 禁止将以审计公司咨询或税务建议为基础的成本节省作为应急费用。后来，国税局对滥用避税工具的人给予大赦，使他们避免一些惩罚。约有 1 500 名纳税人在 2004 年 7 月前接受大赦。对“Son of Boss”的避税计划的赦免，节省了计划持有者 32 亿美元的税收和罚款。总审计局（General Accounting Office）估算，1993 年至 1999 年，整个会计师事务所避税项目涉及金额总计 11 亿 ~ 150 亿美元。据报，财富 500 强公司在 1998 年至 2003 年使用避税计划规避了 34 亿美元税收。国税局一项研究还发现，纳税人应纳税款和实际纳税之间差距超过 3 000 亿美元。

盛德国际律师事务所曾为 600 个避税项目出具过法律意见；国税局要求它提供相关客户名单。盛德律师事务所拒绝了这一要求，但负责该项目的合伙人鲁伯尔（R. J. Ruble）被解雇，后又被政府起诉。德克萨斯州律师事务所詹金斯 & 吉尔克斯特（Jenkins & Gilchrist）曾在 20 世纪 80 年代储蓄和贷款危机中陷入困境，现在又成为打击避税案件的目标。联邦法官命令该律师事务所披露使用避税工具的客户名单。后来，该律师事务所同意支付7 500万美元赔偿款，用于了结同接受其避税建议的投资者之间的诉讼，因为有关避税建议被国税局提出质疑。

一种避税措施是，公司为员工购买人寿保险，并把公司自己列为最大受益人。这种避税措施的优惠是死亡赔付不被征税。一些国会议员质疑这种避税手段是否合适。国税局还关注另一种避税手法，将奖励给高管人员的期权转让给家庭合伙人，同时换回期票。然后，合伙人兑现期权，从而获得的利润不必缴税。国税局估算，这一手法已规避了高达 7 亿美元的税款。国税局向主动披露有此类交易的人提供有条件赦免。截至 2005 年 7 月，有近百位高管和 33 家公司接受了此项赦免，同意缴纳税款、利息和 10% 的罚款。

沃尔特·安德森（Walter Andersen）被起诉逃避所得税 2.10 亿美元，创下个人逃税新纪录。他通过出售跨大西洋电信（Mid - Atlantic Telecom）赚取

巨额收益，但未就此缴纳税款。他还被控在哥伦比亚特区购买艺术品、珠宝和葡萄酒时逃避销售税25万美元，包括购买萨尔瓦多·达利（Salvador Dali）和雷内·马格里特（Rene Magritte）的作品。相比丹尼斯·科兹洛夫斯基（Dennis Kozlowski）逃避销售税1 300万美元，安德森的25万美元只是个小数目。

高管问题

波音公司因为聘用达琳·杜云（Darleen Druyun）而陷入麻烦。杜云曾是美国空军官员，负责波音公司230亿美元空军油轮升级和其他防务合同。当杜云被曝光曾同波音公司首席财务官迈克尔·西尔斯（Michael Sears）讨论过空军合同并帮助她的女儿和女婿寻找工作后，杜云被波音公司解雇了。检方以对她女儿提出刑事指控相威胁，杜云接受了违反政府购买程序的刑事指控。后来，杜云还承认她和西尔斯试图掩盖他们之间的讨论。杜云被判入狱9个月。西尔斯被公司解雇，并受到刑事指控，判处4个月监禁。波音公司董事长兼首席执行官菲利普·康迪特（Phillip Condit）也为此辞职。

波音公司还陷入另一起丑闻中。它不正当地获取了竞争对手洛克希德马丁公司（Lockheed Martin Corp.）的文件，导致政府取消了同波音公司10亿美元的合同。波音公司一名员工认罪，承认窃取了洛克希德马丁公司关于火箭研发的文件。波音公司同意政府的要求，聘请了一名独立监视人员，负责将波音公司违反道德准则的情况报告政府。该监视员监督100多名波音员工，这些员工致力于确保公司道德准则被遵守。波音公司还开通了“道德操守热线”，员工可以通过热线报告违规行为。但波音问题并未就此打住。波音公司同意支付7 250万美元来解决关于性别歧视的诉讼。它同政府帮助美军现代化的1 000亿美元合同，又浮现出新问题；这导致波音公司暂停与美国空军开展业务20个月，预计损失10亿美元。在业务解禁不久之后，波音公司宣布首席执行官哈里·斯通塞弗（Harry Stonecipher）辞职，因为他同公司一位女性高管发生婚外情。该事件来自公司道德热线的匿名举报；这种行为违反了公司道德准则。斯通塞弗得到210万美元离职费，但婚外情曝光引发了他同结

婚 50 余年但已经疏远的妻子之间昂贵的离婚诉讼。波音公司正在与政府协商，愿以 5 亿美元罚款，避免对其不当行为的刑事指控。

波音公司不是唯一出现问题的政府合同商。泰坦公司（Titan Corp.）承认向非洲官员行贿，违反了《反海外腐败法》（*Foreign Corrupt Practices Act*），支付罚金 2 850 万美元，成为违反该法律的最大罚单。这一问题导致洛克希德马丁公司放弃同泰坦公司合并。通用电气的子公司洞察科技公司（InVision Technologies）的专业是生产机场爆炸检测装置，它的代理人在亚洲违反《反海外腐败法》，受到 SEC 指控，公司为此支付 110 万美元罚金。

史密斯威森公司（Smith & Wesson Holding Corp.）董事长约瑟夫·米德尔（Joseph Minder）被发现是当年的"持枪匪徒"后宣布辞职。他曾因在密歇根州进行武装抢劫和劫持入狱，而且还越狱。这些轻率的行为发生在几十年前他年轻的时候；被捕和服刑期间，米德尔开始与青年共同工作。作为恢复正常的一部分，米德尔在密歇根大学获得了硕士和文学学士学位。米德尔已经成为一名模范公民，但这并没有将他从安然公司丑闻产生的歇斯底里中拯救出来。高管高额的薪酬仍然是被攻击的目标。2002 年 9 月，通用电气退休总裁杰克·韦尔奇（Jack Welch）受到攻击，因为他妻子的离婚申请暴露出他获得通用电气大笔退休津贴。韦尔奇的整个职业生涯都在通用电气度过，从一个入门级职位开始，最后升至董事长兼首席执行官，而且他从 1981 年到 2001 年长期占据这一职位。韦尔奇任职期间，通用电气的市值增长了超过3 600%，达到 1 500 亿美元。他把通用电气建设成为一个十分盈利的公司，提高了公司市场价值，被普遍认为是模范高管。

通用电气给韦尔奇的优待包括纽约昂贵的公寓、无限制地使用私人飞机、高尔夫球场会员、一辆梅赛德斯奔驰和专职司机、保镖以及歌剧和体育赛事门票等。这些津贴在 2001 年的金额是 250 万美元，被认为远远低于韦尔奇继续给公司带来的价值。为回应媒体的批评，韦尔奇在《华尔街日报》发表文章，表示将放弃其中的一些好处，以平息愤怒。韦尔奇本来可以采取拿走现金而非实物津贴的方法，这样就可以避免批评。SEC 谴责通用电气未充分披露这些津贴。不久之后，通用电气宣布，由于供应商融资的会计处理不当，

它将重述2002年和2003年的经营现金流量,总额超过22亿美元。通用汽车和福特汽车也因相同的原因宣布将重述经营性现金流量。通用电气继续扩大金融业务,决定以54亿美元收购欧洲和美国的阿根(Aegon)商业金融业务。通用电气资本公司(GE Capital)还以13亿美元收购了阿贝国家公司(Abbey National)的消费金融业务。

国家监管机构要求公司充分披露,但它们自己也存在问题。2003年7月31日,SEC指控詹姆斯·卡洛西特斯(James Kerasiotes)和马萨诸塞州收费公共管理局(Massachusetts Turnpike Authority)未向市政债券投资者披露,波士顿高速公路和隧道项目成本超支14亿美元,同时隧道泄漏出现后,将面临更大成本。12个涉事人在费城被起诉,这是一个"付款参与的案件",被诉人包括城市财政主管克里·肯普(Corey Kemp),他收受贿赂,把业务分配给个别金融公司。被起诉者还包括摩根大通和商业银行(Commerce Bancorp)的雇员。贿赂内容包括肯普家一块新甲板和一趟去超级碗的旅行。肯普和商业银行的两名高管被判有罪。

第3节 更多欺诈行为

拉高出仓

20世纪90年代拉高出仓骗局在《萨班斯—奥克斯利法案》通过后继续出现。2004年,SEC警告说,在拉高出仓骗局中,呼叫者在电话留言系统上留下包含股票内部信息的提示,听起来好像是呼叫者拨错电话号码而不慎留下的。著名的公司恶意收购者布恩·皮肯斯(Boone Pickens)的儿子迈克尔·皮肯斯(Michael Pickens)因此被捕;因为他向错误的地址发送"爆炸性"传真,传真内容包含他正在操纵的股票的热门提示。小皮肯斯还被指控种植大麻。

艾利·迪诺夫(Eli Dinov)、艾瑞·迪诺夫(Ari Dinov)和戴维·鲁比诺夫(David Rubinov)被控使用垃圾电子邮件兜售发现资本(Discover Capital)

公司股票，通过私人配售从投资者那里获得110万美元。史蒂芬·托马斯（Stephen Thomas）通过股票“上市前”配售向1 400多名投资者收取800万美元，他声称该股票将成为热门股，但事实上股票根本没有上市。在一个拉高出仓骗局中，马克斯玩具娱乐（Marx Toys & Entertainment）公司首席执行官史蒂文·威斯（Steven Wise）向经纪人行贿，请经纪人帮助抬高股价，然后他顺势出手自己持有的股票，SEC对此提起诉讼。贿赂以公司股份的形式支付的。

大白海运娱乐（Great White Marine & Recreation）公司是一起1 000万美元拉高出仓骗局的中心，这个骗局是由公司前董事长小阿尔维斯·史密斯（Alvis Colin Smith Jr.）策划的。在另一个骗局中，美国自动化公司（American Automation Inc.）420万美元的未注册股票被肯迪尔·霍顿（Kendyll Horton）和黑兹尔·霍顿（Hazel Horton）出售给全美450名投资者。SEC试图以冻结资产为名让黑兹尔·霍顿离家，但德克萨斯州法院却拒绝这一要求。戴维·内梅尔（David I. Namer）因参与互联网拉高卖出骗局被判处29年监禁，这是对白领的最长时间判罚。内梅尔向数百名投资者出售有欺诈性的公司票据，收获3 500万美元。他还向投资者保证这些票据收益是由保险公司保障的。

投资公司卡克帕蒂克．帕蒂斯．史密斯．波连有限公司（Kirkpatrick, Pettis, Smith, Polian Inc.）的一名经纪人将创造之家（Creative Host）公司的股票价格从78美分抬高到29美元，涨幅3618%，他由此获得100万美元佣金。奥克斯（Orex）金矿公司的股票成为另一起拉高卖出操作的对象。珍妮特·威彻（Jeanette B. Wilcher）和生命基金会（Life Foundation Trust）在一起围绕希特斯加洛公司（Hitsgalore. com）股票拉高卖出的骗局中，骗取了投资者资金300多万美元。威彻为此被起诉。SEC还让她被认为是在蔑视法庭，因为她没有归还通过骗局骗取的100万美元利润。威彻被判入狱，还要求每天缴纳罚款1 000美元，如100万美元利润不归还，1 000美元罚金还将加倍。威彻没有遵守这个命令。

更加厚颜无耻的是皮克斯隆（Pixelon）公司的股票发行人：在公开发行股票后，他们在拉斯维加斯聚会庆祝，花费6 000万美元，是融资金额的

80%。参加这次聚会的艺人包括谁人乐队（the Who）、南方小鸡组合（Dixie Chicks）和东尼·班尼顿（Tony Bennett）。公司首席执行官迈克尔·芬内（Michael Fenne）真名是戴维·史丹利（David Kim Stanley），后来成为司法部的逃犯，被捕入狱。全国证券（Nationwide Securities）公司的股票经纪人在瑟摩—米色环境（Thermo - Mizer Environmental）公司 1996 年上市之后操纵该公司股票。其中 4 名经纪人被分别判监禁 18 个月至 4 年以上不等。

大西洋欧元证券公司（Euro - Atlantic Securities Inc.）总裁戴维·梅利洛（David Melillo）被控操纵好莱坞制片公司（Hollywood Productions Inc.）股票。他被认定贿赂经纪人，以推高股价。2001 年，在一个不知名的恐怖分子将炭疽病毒寄给国会办公室和新闻记者后，7 人（包括会计师和律师）被起诉虚假宣传 2DoTrade 公司股票，他们曾声称该公司已经开发出抗炭疽病毒的新药。这一说法当时让 2DoTrade 公司股价上涨了 400%。

一名 17 岁的学生本杰明·辛德（Benjamin Synder）被 SEC 指控在因特网上散播虚假消息，他同时贴上沃尔根国际（Viragen International）公司的股价。辛德表示，该公司正在生产一种可以治疗炭疽的新药。辛德还利用彭博社记者的名字为他的消息提供支持，他是在佐治亚州一个公共图书馆发布彭博社记者文章的。辛德拥有该公司约 500 美元股票。

辛德不是最年轻的违规者。新泽西州色达格伍镇（Cedar Grove）的乔纳森·莱贝德（Jonathan Lebed）在 15 岁时因从事拉高卖出骗局被 SEC 起诉。他低价买入流动性较差的证券，然后在互联网上散布关于公司业绩的虚假消息以推高股价，之后出手获利。莱贝德不得不退还 28.5 万美元收益。SEC 还对一名 17 岁加利福尼亚学生提起诉讼，该学生通过在互联网发行一个在线博彩系统的股票筹集了 100 万美元。

安东尼·埃尔金迪（Anthony Elgindy）被指控操纵股价。他在自己的网站发布公司负面信息，进而做空获利。这个案例提出了一些新的法律问题，因为至少有些信息是真实的。埃尔金迪还被指控从联邦调查局工作人员杰夫瑞·罗耶（Jeffrey Royer）那里接收机密信息。罗耶被刑事起诉。SEC 还指控几家公司为投资者提供将无价值股票转换为蓝筹股的机会；这些无价值股票

是投资者先前在抬高卖出骗局中被骗购买的，转换的条件是投资者再缴纳一大笔费用。这些公司从未交付蓝筹股，但也未退费。这种骗局最早出现在2002年至2004年的多米尼加。6家公司被SEC起诉，包括克森特金融集团（Crescent Financial Group Inc.）和伯克希尔税务顾问公司（Berkshire Tax Consultants Co.）。

一个联邦法院起诉了萨拉·佩克（Sara Jane Peck）、拉里·格拉巴尼克（Larry Grabarnick）、马克·辛纳（Marc David Shiner）和唐纳德·拉巴尔（Donald LaBarre），要求他们支付超过700万美元的清偿、利息和民事处罚费用。这些被告通过大量电子邮件和网站宣传等互联网营销手段销售一些未经注册的公司股票。投资者被告知，加州电力市场管制放开将让他们获利。全国范围内，有580多人在这一骗局中投入1 000多万美元。

约瑟夫·沃兹尼亚克（Joseph J. Wozniak）等人通过向家庭和企业发放数百万虚假和误导性传真，哄抬水维（Aqua Vie）饮料公司股价。2002年11月至2003年5月，沃兹尼亚克发行了数百万股未经注册的水维公司股票。在另一宗案件中，凤凰电讯公司（Phoenix Telecom LLC）被禁止通过保险代理人和互联网出售关于付费电话售后回租项目的投资产品。有近2 000名老年投资者在这次欺诈中亏损7 400万美元。全球健康（Global Health）公司声称自己是一家生物技术公司，已开发出癌症治疗技术，并以食品药品管理局（FDA）抬头的信纸致信投资者，表示该公司的癌症治疗技术业经FDA认证。事实证明，那些信件是伪造的。

排放控制（Emission Controls）公司及其总裁兼首席执行官希德·库克（Syd Cooke）被SEC起诉使用经操纵测试结果来说服投资者，该公司发明了一种将车辆排放量降至接近零水平的设备。该公司还于2003年1月3日发布虚假新闻稿。

SEC宣布，它正在制定一项新的执法规定，将迅速停止被垃圾邮件袭击的股票交易。此前，SEC曾被最高法院严厉反对使用这项中止交易的特权；历史上，有关做法也仅持续了10天，后均被SEC在某些情况下撤回。

考特尼·史密斯（Courtney Smith）被一个联邦大陪审团在洛杉矶起诉，

认为他收受了起源互动媒体（GenesisIntermedia）公司130万美元的现金和股票，同意帮助该公司在CNN、CNBC和彭博电视上抬高股价。收受的钱通过他女朋友的账户导出。史密斯此前曾通过电视销售“Ab Twister”产品和一本名为《男人来自火星，女人来自金星》的书籍。理查德·海因斯（Richard Hines）因借三星资本集团（Satellite Capital Group）公司之名从事欺骗性营销行为，被判处12年监禁，被要求归还约600万美元所得。海因斯还和他的合伙人约翰·特姆普勒（John Temple）利用热门电视节目开心时光（Happy Days）的明星汤姆·博斯利（Tom Bosley），来推销他们的投资产品。

庞氏骗局

《萨班斯—奥克斯利法案》对庞氏骗局的运作没有明显作用。2003年，全球快线（Global Express）资本房地产投资公司操作了4 800万美元的庞氏骗局，承诺每年能从按揭贷款投资中获利12%。资产管理公司沃伦伯克（J. T. Wallenbrock）在1999年至2002年，向6 000多名投资者发行了期票，筹集2.3亿美元。该公司称该笔款项将用于“保理”业务，它从马来西亚乳胶手套制造商那里以折扣价购买了应收款项。事实上，这是一个庞氏骗局。拉里·大崎（Larry T. Osaki）被牵扯进此案中，被法院禁止此类行为，后来发现他仍在经营庞氏骗局。大崎被联邦刑事指控并认罪。

佛罗里达州明星现金（Starcash）公司发售一种发薪日贷款（payday loan）投资工具，承诺30%~42%的回报。在8个月中，投资者就损失了700万美元。詹姆斯·马尔巴夫（James Malbaff）和托马斯·库克（Thomas Gregory Cook）出售银行类投资工具，他们声称该工具历史收益率达1300%。在被SEC拦截前，他们已从30名投资者那里筹集了82.5万美元。在另一起案件中，联邦检察官指控一名股票推销员从事金额达3亿美元的庞氏骗局。而里德·斯拉特金（Reed E. Slatkin）又以6亿美元的庞氏骗局超越之前的指控；该骗局涉及他的里德斯拉特金投资俱乐部800名投资者。超过2.5亿美元无法追回。斯拉特金被刑事起诉，判处14年徒刑，罪名还包括妨碍司法。凯文·劳伦斯（Kevin Leigh Lawrence）承认他参与一项1亿美元的庞氏骗局。

D. W. 希斯（D. W. Heath）公司等欺诈了大约800名老年投资者6 000万美元。这些投资者购买了据称是安全有保障的期票。《女士家庭杂志》（*Ladies' Home Journal*）报道出一个称为“女士帮助女士”的金字塔骗局。在该骗局下，女士们以5 000美元买一个“晚宴”席位，或与其他女士分享该席位。此后，购买该席位的女性将获得未来晚宴席位销售收入分成。该杂志估计有50万名女士被骗，损失超过1 200万美元。

哈特兰德（Heartland）金融服务公司通过庞氏骗局从约1 000名投资者那里骗取了6 000万美元。戴维·莫布里（David Mobley）告诉投资者他正管理着一个4.5亿美元的对冲基金，从而组织庞氏骗局。他骗来的钱不是花在维持他奢侈的生活上，就是因投资不善而损失，但他的确为慈善机构捐助了350万美元。托马斯·麦克里蒙（Thomas McCrimmon）等人承认组织了一个称为哈莫史密斯（Hammersmith）计划的庞氏骗局。该计划被宣传包含欧洲货币市场交易并以美国国债为抵押，事实上只是一个庞氏骗局，投资者损失6 000多万美元。约翰·爱普特（John Aptt）和道格拉斯·墨菲（Douglas Murphy）通过金融工具（Financial Instruments）公司经营了一个庞氏骗局，从投资者那里收取1 400万美元，承诺他们的本金会翻番。爱普特和墨菲分别被判处9年和8年监禁。

埃里克·斯坦因（Eric Stein）以50岁以上投资者为目标，设计庞氏骗局。他欺骗了1 800名投资者，总金额达3 400万美元。斯坦因逃亡，被捕后判入狱8年。劳埃德·夏普（Lloyd Benton Sharp）向退休投资者出售日本观赏泡桐树投资产品。这些投资产品通过夏普控制的美国养老金计划公司（Pension Plans of America Inc.）出售。他告诉投资者，这笔投资像“诺克斯堡（Fort Knox）中的黄金”一样好；他已同另外一家公司签订了合约，当树木成熟后，他将以8 180万美元购买。夏普有违反《证券法》被定罪的前科，是SEC很多执法行动的对象。

更大的案子是肯尼斯·卡萨尔詹（Kenneth Kasarjian）出售8亿美元租赁合同；但这些合同要么已经被售出了，要么根本不存在。用于出售这些投资产品的私人配售备忘录中包含虚假的财务报表，有关报表被年末虚假交易夸大，审计师还得到虚假的报告。瑞银佩恩韦伯（PaineWebber）公司的经纪人

恩里克·潘鲁斯奎亚（Enrique E. Perusquia）在投机性采矿投资中损失6 800万美元，但他从中获得回扣。他还挪用客户资金，从事未经授权的保证金交易。

凯文·劳伦斯（Kevin Lawrence）声称他的公司 Znetix 即将上市，利润颇高。借此，他从5 000 名投资者中获得9 100 万美元收益。实际上，他的公司根本没有上市。劳伦斯和他的两位同事被刑事指控并认罪。劳伦斯被判处20年徒刑。SEC 从劳伦斯未婚妻那里收回价值33 万美元的订婚钻戒。劳伦斯的协助者是克利福德·贝尔德（Clifford G. Baird），是《正面自我印象的力量》（*Power of Positive Self Image*）的作者。贝尔德的公司宣称以“坚实的财务报表”为基础，哄抬左蒂克斯公司（Znetix）的股票。在加利福尼亚州，MX 因素（MX Factors）公司组织庞氏骗局，宣称在60 ~ 90 天将返利12%。投资者因此亏损3 350 万美元。

2004 年2 月，爱德华·荣格（Edward Jung）被诉通过期权交易诈骗55名投资者2 100 万美元。四星金融服务公司（Four Star Financial Services）承诺通过投资900 个收费电话，每年给予回报18%。500 名投资者为此损失了1.4 亿美元。“重要银行骗局”（prime bank schemes）开始流行，主要涉及基于综合贷款融资的无风险投资作出大额回报承诺。在一次这样的欺诈中，Rayvon 公司承诺月投资回报超过6%，转换率为每年72%。

另外一个“主要银行骗局”导致诈骗了投资者1 100 万美元的5 人被判处监禁。刑期从5 年到15 年不等。威廉·克尔（William R. Kerr）的中国投资集团（China Investment Group Ltd.）通过“主要银行骗局”欺诈了投资者1 200万美元。克尔说，他控制了一个2 亿美元的信托，借此他可以撬动13 000%的利润，而且他的投资由世行监督。特里·道得尔（Terry L. Dowdell）是一项1.2 亿美元骗局的主要策划人，他称计划进行外国银行交易，回报可达160%。道得尔通过他在巴哈马的公司 Vavasseur 出售了有关投资产品。大卫·爱德华兹（David Edwards）和詹姆斯·爱德华兹（James Edwards）等人通过“主要银行骗局”从1 300 名投资者处筹集9 800 万美元。另一个更大的骗局是信用银行（Credit Bancorp）公司，它造成投资者损失2.1 亿美元。

该骗局的主要设计者是理查德·布兰奇（Richard J. Blech），具体包括两个子项目：经保险的信贷投资工具和经保险的证券投资工具，承诺低风险和高回报。尼古拉斯·罗伯勒（Nicholas Roblee）又名尼古拉斯·里士满（Nicholas Richmond）通过“主要银行骗局”诈骗投资者200万美元，被判处五年监禁。

格雷戈瑞·百斯特（Gregory Best）由于通过庞氏骗局诈骗投资者2 400多万美元而被判处9年徒刑。佛罗里达州股票经纪人菲利普·格拉茨（Philip Gratz）因诈骗投资者900万美元而被判刑7年。他承诺投资者年收益率在25%~50%，但他用筹到的钱来买珠宝、艺术品，去旅行以及装潢豪华的房屋。格拉茨曾在1995年因证券欺诈被定罪。

其他丑闻

商品期货交易委员会（CFTC）和SEC针对很多公司通过“高压销售骗局”（boiler rooms）开展行动。在骗局中，这些公司将货币合同出售给没有经验的投资者，投资者为此损失了数亿美元。2003年11月19日，联邦调查局和美国驻纽约检察院因违规货币交易逮捕了47个人。这是18个月秘密调查的结果。几名被捕的交易员操纵货币交易，使得他们的雇主向交易对手输了钱，然后交易对手把钱汇给这些交易员。受损的公司有摩根大通、瑞银集团、安联保险和以色列折扣银行（Israel Discount Bank）。美林证券的交易员丹尼尔·戈登（Daniel Gordon）被刑事指控在2000年挪用公司4 300万美元，他对此认罪。他用这笔钱成立了一家离岸公司，从事虚假的能源交易。

一种有问题的交易行为被称为“幌骗交易”（spoofing）。交易者通过电子网络下了一个买单，移动了当前的市场价格；然后再以相同的价格向纳斯达克市场或交易所市场上的做市商下一个卖单并取消了前一个买单，使做市商受损，交易者获利。SEC对这种交易采取了行动。2004年出售给花旗集团的骑士贸易集团（Knight Trading Group）公司同意以7 900万美元了结SEC对该公司让机构客户订单先行交易的起诉。它的客户包括威达信保险集团（Marsh & McLennan）旗下的Putnam基金，该基金还在延时交易和择时交易方面存在自己的监管问题。其他客户还有富达投资公司（Fidelity Investments）和普信

资产管理公司（T. Rowe Price Group Inc.）。

高盛公司未经 SEC 批准就私自 IPO，为此它支付了 200 万美元罚金。8 家经纪公司因多收客户交易市政债券的手续费，被全国证券交易商协会（NASD）罚款 61 万美元；这些经纪公司包括美林证券、摩根士丹利和嘉信理财公司（Charles Schwab）等。花旗、高盛、德意志银行和米勒·塔贝克·罗伯茨（Miller Tabak Roberts）证券公司同意向 NASD 支付 2 000 万美元罚金，以解决针对它们向机构客户出售债券时加价过高的起诉。加价原则（markup rules）原本旨在改善经纪商—经销商定价机制，保护小投资者的利益；但现在扩大到那些有足够议价能力的机构投资者，他们以此来为自己谈判更有利的价格。花旗集团支付了 27.5 万美元罚金，以解决 NASD 对它将两种商品基金的投资产品不合适地出售给个人投资者的起诉。早在 20 世纪 90 年代初期个人投资者在衍生品交易中遭受一系列损失之后，证券业就将“合适原则”（suitability rule）拓展到个人投资者，以保护他们的利益。

摩根士丹利被 SEC 指责，故意夸大 2000 年资产负债表上以市值计算的资产；并还因为其他会计问题，被要求重述 2003 年的会计报表。公司还因在飞机租赁业务中不恰当地估计飞机价值受到 SEC 更多指责。公司同意接受停止令，以解决这些指控。2004 年 2 月 19 日，摩根士丹利在波多黎各的一位经纪人卡洛斯·索托（Carlos H. Soto）因盗用客户资金 5 000 余万美元而被捕。他的计划是，告诉投资者，他们的资金投资于保守性投资，如抵押支持证券等。实质上他把钱投入高风险资产，希望赚取两者之间的利润差，为己所有。为了执行这个计划，他还伪造了账单。信用报告公司前电信数据交流公司（Ex – Teledata Communications）的雇员菲利普·卡明斯（Philip Cummings）承认盗用了 3 万人的身份信息。在卡明斯案中，另有 3 人被起诉。

择点（ChoicePoint）公司披露，有人入侵其计算机数据库，获取了 40 万人的个人信息，这些个人信息本是用来进行背景审查的。这一披露导致公司股价下跌 18%。公司首席执行官兼总裁在披露此问题前，出售了 1 600 多万美元公司股票，这触发了 SEC 的调查。黑客还偷走了律商联讯公司（Lexis-Nexis）3 万人的个人信息。汇丰银行不久后宣布，它们 18 万名万事达卡持有

人个人信息的安全性已经遭到破坏；万事达卡公司后来予以证实。

南部公园证券公司（Park South Securities LLCV）董事长托德·埃伯哈德（Todd Eberhard）和一位知名金融分析师承认窃取客户资金，造成数百万美元损失。凯文·凯利（Kevin O. Kelley）是一位货币基金管理人，曾在美国国际集团旗下皇室扶助（Royal Alliance）公司做过经纪人；他因诈骗客户数百万美元被捕。凯利的受害者之一是大学教师卡罗尔·雷宾（Carol Raybin），她曾从世界贸易中心大楼遇难亲属那里继承了一大笔钱。

一个陪审团发现，投资顾问和卖空者 Asensio 公司有违反联邦证券法的行为。该公司发表声明，贬低彩色科技国际公司（Chromatics Color Sciences International Inc.）的股票；而后者制造出一种能够非侵入性地检测婴儿胆红素水平的装置。Asensio 公司的声明产生了效力，彩色科技国际公司的股价出现下跌，但后来回升起来。正是由于股价回升，陪审团认为没有损失，在上诉中维持原判。

内幕交易案件持续浮出水面。美国电话电报公司（AT&T）一名员工及其同伙同意退还通过内幕交易因特尔电影（Intelefilm）公司股票获得的57.8万美元利润。有关交易涉及因特尔电影公司和美国电话电报公司将联合新建的一家称为因特尔资源在线（Intelsource. org）的公司。SEC 起诉的另一起内幕交易的主角是德里克·麦金利（Derrick McKinley）；麦金利在得知所在公司 Gilatech 出售药品存在问题后，卖空他持有的公司股票。医药公司 MedImmune 高管埃里克·曹（Eric Tsao）接受刑事指控，承认利用公司收购信息进行内幕交易。他从交易中赚取15万美元。

网络附属（Network Associates）公司（现更名为 McAfee 公司）的前高级财务官伊万·科林斯（Evan S. Collins）基于即将披露的欺诈性会计操作信息进行内部交易，获利25.3万美元。他被刑事起诉。SEC 还起诉了位于北卡罗来纳州夏洛特镇借贷树（LendingTree）金融服务公司的3名高管进行内幕交易。在2003年5月5日借贷树公司即将同美国互助（USA Interactive）公司合并的消息公布之前，借贷树公司国内账户部副总裁马克·米德（Mark P. Mead）、战略与销售高级总监迈克尔·瑞克斯（Michael J. Ricks）和销售和产

品管理高级总监约翰·伍迪（John H. Woody）购买了公司股票；合并消息公布后，公司股价上涨41%。借贷树公司另有两位高管也因同样原因被指控。公司所有涉案的6名高管同意与SEC协商结案；其中一名高管布莱恩·帕克特（Brian Paquette）因涉嫌妨碍司法被刑事起诉。

拉塞尔·布拉德利（Russell Bradlee）、托马斯·布拉德利（Thomas Bradlee）、路易斯·斯通四世（Louis P. Stone IV）和安吉拉·德尔瓦奇奥（Angela DelVacchio）因2003年3月根据商人银行股份公司（Mercantile Bankshares Corporation）收购F&M银行（F&M Bancorp）公司的内幕信息进行交易而被SEC起诉。王冠资源（Crown Resources）公司财务顾问詹姆斯·詹森（James Jensen）根据该公司内幕信息进行交易。金州银行（Golden State Bancorp）的4名高管在2002年根据花旗银行即将收购本银行的内幕信息进行交易，获得25万美元利润。他们也因此被起诉。

SEC正在调查《步入步出》（*Steppin'Out*）杂志八卦专栏作家常斯·海登（Chaunce Hayden）。他说有争议的电台音乐节目主持人霍华德·斯特恩（Howard Stern）有可能会转到卫星广播电台。不久后，斯特恩果然宣布他要离开维亚康姆公司（Viacom），去天狼星卫星广播公司（Sirius satellite radio）工作，转会费超过1亿美元。斯特恩宣布的信息导致天狼星公司股票大幅上涨。海登是斯特恩节目的常客，但他否认收到任何内幕信息。在另一个案件中，全国证券交易商协会（NASD）拟通过调查试图确定雷曼兄弟拟将惠誉评级纳入其债券指数的消息是否在公布之前就被泄露。将评级纳入指数有助于通用汽车股价上涨，因为这一做法有助于提高通用汽车的信用评级。但在雷曼兄弟发布公告之前的几天内，通用汽车股价就已经出现了上涨。日间交易员约翰·阿莫尔（John J. Amore）遭到调查，看他是否利用仅提供给销售人员的内部信息或提供给机构投资者的机密信息进行了交易；利用这些信息交易能够产生市场效应。美林公司纽约办事处经纪人托马斯·奥康奈（Thomas J. O'Connell）因相同原因被逮捕。该办事处经理本杰明·格里马尔迪（Benjamin D. Grimaldi）因干扰调查被起诉，格里马尔迪认罪。花旗集团和雷曼兄弟也因让日间交易员收听内部扬声器信息而收受费用被起诉；这些扬声器会

念出大客户的订单，日间交易员可以借此抢得先机。花旗集团的经纪人拉尔夫·卡斯巴罗（Ralph D. Casbarro）也受到此类指控。

SEC正在研究华尔街公司是否有透漏大型机构客户出售股票的内部信息；这些大笔出售会导致股价下挫。SEC还在调查经纪公司是否通过自己账户购买股票、充当客户指令以抬升股价的行为。骑士贸易集团（Knight Trading Group）的一个部门同意支付7 900万美元罚金，以解决SEC对其此类行为的指控。

格柏科技公司（Gerber Scientific Inc.）通讯主管罗伯特·戈林（Robert Goehring）被SEC起诉，认为他对公司股票进行内幕交易。他在公司宣布对市场有影响的消息之前，买入和卖出公司股票。他被禁止担任上市公司的高管或董事。戈林还曾向一个朋友阿穆德（Armund Ek）透漏内幕信息，他因此被刑事指控。此前，格柏公司的子公司两名高管因内幕交易公司兼并等信息遭到指控。在另一个案件中，格柏公司的另一位高管也因在公司的公告发布前购买和出售公司股票遭到内幕交易指控。

考克斯通讯公司（Cox Communications Inc.）投资者关系管理部经理弗兰克·卢曼斯（Frank R. V. Loomans）被指控使用父亲的账户进行内幕交易。卢曼斯已将28.5万美元转移到美国境外；在SEC开始对他调查后，他逃往比利时布鲁塞尔。佐治亚州七花食品公司（Seven Flower Foods Inc.）7名员工利用内部信息交易；这些信息公布后，公司股价大幅上涨。这7名员工同意集体支付11.5万美元了结此事。富达投资公司的一名交易员根据公司将进行的交易，提前在母亲账户布局；他因此被控告。

阿德里安·亚历山大（Adrian Alexander），又名阿德里安·安东纽（Adrian Antoniu）根据卢克斯提卡（Luxottica）公司拟收购美国鞋业（U.S. Shoe）公司的内幕信息进行交易，被SEC指控。他同意支付42万美元罚金。他的信息来自女朋友苏西·贝利（Susi Belli）；贝利是卢克斯提卡公司投资者和公共关系部经理。在另一个案件中，琳达·恩索（Linda Ensor）和她的丈夫斯蒂芬·恩索（Stephen Ensor）因利用TALX公司负面声明的内部信息进行交易，被SEC指控。琳达·恩索在TALX公司担任行政秘书，因而提前得到

消息。SEC 指控加利福尼亚州三兄弟，安东尼·苏多尔三世（Anthony C. Sudol III）、迈克尔·苏多尔（Michael G. Sudol）和理查德·苏多尔（Richard J. Sudol）从事内幕交易。安东尼·苏多尔在思科公司工作，他向兄弟们透露了思科公司非公开的收购计划。

CBS 市场观察公司（CBS Market Watch）创始人汤姆·卡兰德拉（Thom Calandra）同意支付 54 万美元来解决 SEC 对他的指控。SEC 指控他投机股票：他在报告中炒作某只股票，但没有披露自己持有该股票；他就可以在投资者对他的建议予以回应时获利。SEC 指控法国兴业银行旗下投资银行（SG Cowen）董事总经理纪尧姆·波莱（Guillaume Pollet）利用他从交易柜台获得的信息卖空；而该交易柜台处理的是私人投资。后来，波莱接受指控。对冲基金经理希拉里·希恩（Hillary Shane）同意支付 100 万美元来解决 SEC 的指控，因为她也根据私人投资部的信息，出售了自己持有的卡普戴恩（CompuDyne）公司股票。

马敏（Min Ma）和他的女朋友乔伊斯·伍恩（Joyce Ng）被指控利用在美林公司旧金山办公室从事电脑平面设计工作时听到的内部信息进行交易。联邦上诉法院要求罗伯特·哈普（Robert Happ）因对伽利略（Galileo）公司的股票进行内部交易而缴纳 8.5 万美元的罚金；同时还要求 SEC 因在诉讼中的不当行为支付哈普 8.7 万美元的律师费。在俄亥俄州洛基河镇，彼得·威尔逊（Peter Wilson）假装成纳斯达克员工，要求股价飙升的公司发布公告，说没有办法证明市场行为是合理的。威尔逊提前做空股票，待公告发布股价真实下跌后获利。他被罚款 2.2 万美元，被禁止交易证券。

SEC 调查“交易所基金”。在这类基金中，大公司的高管们将彼此股票放在同一个资金池，相互投资，以多样化资产。SEC 怀疑，在 20 世纪末，高管们也利用这类基金来减少市场低迷期间的风险敞口，但未向股东披露。SEC 另一项调查试图确认亚德诺半导体公司（Analog Devices）等公司的高管们是否在有利消息公布前被提前奖励了股票期权，以确保他们盈利。

SEC 在 11 月提前公布了公司盈利报告，其中包含几篇有市场影响的消息。SEC 对此感到尴尬，但并未指控自己。完全信息披露制度中还有另一个

漏洞。代理公司（proxy solicitation firms）携带礼品穿梭于经纪商和银行之间，以了解机构投资者的机密持股情况。股票监控公司（stock surveillance firms）也扮演着类似的角色。这些公司向公司高管提供哪些机构正在买卖公司股票的信息。在一个例子中，CIBC梅隆信托公司的职员通过提供这些信息获得体育赛事门票或50~100美元不等的现金奖励。还有职员获得过50美元礼品券和牛排。SEC设法确定这些信息是否用于了内部交易。

海外欺诈丑闻

2003年，起诉在美国上市的外国公司的集体诉讼案件数量增加到21件；而这类案件在美国历史上只有175件。在德国，曼内斯曼公司（Mannesmann AG）的高管因在公司2000年被沃达丰公司收购时获得7 000万美元奖金，而被以违反受托责任的罪名告上刑事法庭。当时，这笔总额达208亿美元的并购案是历史上最大的。一个德国法院驳回了对曼内斯曼公司的刑事指控，但认为有关奖金是不当的。柯克·科克莱恩（Kirk Kerkorian）起诉戴姆勒克莱斯勒公司，指责戴姆勒克莱斯勒公司发布的两家公司以平等的地位合并是虚假的，因为戴姆勒公司将拥有合并后公司的控制权。科克莱恩曾是克莱斯勒公司的大股东。该诉讼随后被联邦法官驳回。与此同时，戴姆勒克莱斯勒公司同意支付3亿美元来解决与克莱斯勒公司合并引发的集体诉讼。科克莱恩自己也成为内幕交易集体诉讼的对象，他被指控在一些不利消息发布之前出售了持有的6.61亿美元公司股票。戴姆勒公司还有其他问题。一名举报人声称，该公司持有秘密账户，用以贿赂外国政府官员，SEC由此对该公司进行调查。

虚夸会计报表不是美国独有现象。韩国大宇集团（Daewoo Enterprises）创始人金宇中（Kim Woo - Choong）被韩国政府指控，虚夸大宇资产300亿美元。韩国SK公司董事长因涉嫌13.2亿美元会计诈骗和内幕交易而被定罪，服刑3年。伦敦凡尔赛金融集团（Versailles Finance Group）创始人卡尔·库什尼（Carl Cushnie）被控在1992年至2000年涉嫌会计欺诈1亿英镑。该公司财务官弗莱德·克拉夫（Fred Clough）同时被起诉。案件审判极具美式风

格，充满了被告们奢华生活的内容。

高盛集团伦敦办公室秘书乔伊蒂·德－劳雷（Joyti De－Laurey）从老板的私人账户中偷走700万美元，而未被发现。她把这笔钱转到在塞浦路斯的账户中，并写了一个祷告，请上帝告诉她该如何处理这笔偷来的钱。一位伦敦法官判处她7年监禁。法国巴黎银行（BNP Paribas）纽约办事处的两名高管爱德华·卡纳勒（Edward Canale）和迈克尔·康诺利（Michael Connolly）接受指控，承认将从银行窃取的1 200万美元转移至他们拥有的空壳公司。

女王壕沟（Queens Moat Houses）房地产公司副董事长马丁·马库斯（Martin Marcus）在2004年被罚款25万英镑，因为他在20世纪90年代初期担任该公司管理人员时，导致公司产生英国历史上最大损失。他注册会计师的从业资格被撤销。公司审计师伯德·路金（Bird Luckin）也被罚款1.7万英镑。

安永会计师事务所因为对陷入财务困境的公平人寿公司（Equity Life）的审计工作，面临着英国对它玩忽职守的指控。英国的审计机构正在寻求立法来限制其因审计失败而应承担的责任，英国政府也提出了这样的立法建议。奥地利和德国已经对审计师设定了责任限制，其他欧洲国家允许审计机构与客户订立合同约定责任限额。澳大利亚正在根据审计机构对公司损失的贡献来评估审计师的责任。

澳大利亚国民银行（National Australia Bank）于2004年1月披露，该银行不负责任的交易员已经在外汇市场上损失4.58亿美元。中国航油（新加坡）公司是一家中国航空燃料公司，因投机石油衍生品亏损5.5亿美元。中国政府还逮捕了69名从中国工商银行窃取9亿美元的政府官员和银行职工。中国政府正在考虑为高管薪酬设置上限，以遏制贪腐，但这无疑也会产生副作用。爱尔兰的银行也面临困难。联合爱尔兰银行（Allied Irish Banks）2002年由于巴尔的摩办事处货币交易员约翰·鲁斯纳克（John Rusnak）的不负责任交易，亏损7.5亿美元。该银行2004年还面临另一起丑闻，它被新成立的爱尔兰金融服务监管机构（Irish Financial Services Regulatory Authority）调查，

确认是否向客户多收取了大约3 000万美元的外汇转换费。爱尔兰税务机关也在就该银行的高管在海外的避税操作进行调查。爱尔兰银行（Bank of Ireland）的迈克尔·索登（Michael Soden）在被发现在飞往美国前使用办公室电脑订购拉斯维加斯护送服务而辞职。

机构投资者日益增加的活动者角色正在向欧洲蔓延。欧盟呼吁更大程度地披露高管薪酬，传统上这在欧洲被视为隐私。一项对欧洲经理人的调查显示，大家普遍认为现有公司治理改革很难为投资者提供真正的保护。英国玛莎百货公司（Marks and Spencer）得到机构投资者的支持，它们以改变管理层为条件，反对菲利普·格林（Philip Green）的敌意收购。格林最终放弃收购。英国金融监管机构金融服务管理局（Financial Services Authority）要求公司遵守《公司治理综合守则》（Combined Code on Corporate Governance）。根据德里克·希格斯（Derek Higgs）爵士的报告，金融服务管理局正在考虑一项立法建议，要求审计师审查客户的内部控制情况；这项要求已在美国存在。

尽管日本的监管机构在结构上进行了大幅修补，但它们在监管本土金融机构方面还是臭名昭著地宽大。但这种宽容没有扩大到外国公司。2002年，里昂信贷银行（Credit Lyonnais）、贝尔斯登、德意志银行和美邦银行因做空导致市场下跌被指控。摩根士丹利被控通过做空操纵股票，被禁止交易5周。外国公司认为，是日本监管机构本身在操纵市场，试图制止卖空行为。日本监管机构试图限制卖空行为的做法，反映出一个在世界其他地区长期被抛弃的理念，即卖空者应对市场下跌负责。马萨诸塞州曾于1836年禁止做空，宾夕法尼亚州于1841年禁止做空，但这些限制没有任何效果。国会在1898年组建的工业委员会试图将禁止卖空作为防止市场下滑的手段，但没有成功。国会还在1929年股市崩盘后调查卖空行为，但仅有一小部分对卖空的限制出现。SEC曾采取“报升原则”（tick test，即在股票下跌时不能做空），制止卖空者导致股票市场下跌；但事实证明是无效的。安然公司丑闻之后，SEC又在重新考虑这一限制。在20世纪30年代，卖空限制被商品市场完全抛弃，尽管当时农民声称卖空导致价格低于生产成本。

瑞士信贷东京分行由于1999年多次不当行为之后，被禁止进入日本衍生

品市场。日本监管机构否认它歧视外国公司，仍继续对外国公司采取行动。2004 年，日本政府对花旗集团进行调查，认为该公司在处理结构性债券方面有误导性陈述。日本政府要求花旗集团关闭在日本的私人银行业务，认为花旗集团用这些机构洗钱，误导客户并进行非法搭售。花旗集团为此辞退了副董事长德里克·莫汗（Deryck Maughan）和另外两名高管，因为他们未能制止此类行为。花旗集团还因其他问题关闭在日本的信托部门。花旗集团同一个投资巴西的私募股权投资经理间产生一些问题，后来银行断绝了这一关系。此外，花旗集团允许经纪人向客户发送电子邮件，推销卖空策略，其中包含牛仔裤制造商盖尔斯公司（Guess）等并购目标公司的错误信息；为此，纽约证券交易所对花旗集团罚款 35 万美元。面对如此多问题，花旗集团宣布正在制订一项五点计划，以加强公司伦理道德建设，其中包括为所有员工举办年度伦理道德培训。但这也没有让美联储满意。美联储禁止花旗集团继续从事收购交易，直到它解决了似乎失控的合规问题。

花旗集团在欧洲的一个交易策略也陷入困境。该策略涉及在多个电子交易网络进行欧洲政府债券大宗交易。这一策略被称作“恶魔博士”（Dr. Evil），由间谍诈骗电影《王牌大间谍》（Austin Powers）得名。后来，德国检察官驳回了这一案件，认为有关行为并非非法操纵。其他欧洲监管机构仍在调查，欧洲期货交易所（Eurex）认为有关交易没有违规。英国金融服务管理局计划对花旗集团的内部控制失败导致有关交易出现处以罚款。后来，花旗集团支付了 2 500 万美元罚金。执行花旗集团有关交易的 MTS 电子交易平台，终止了花旗集团在该平台拥有的交易特权。花旗集团还被印度储备银行罚款 1 万美元，因为它允许一个虚假团体运营银行账户。印度政府逮捕了 100 多人，这些人涉嫌伪造价值 6 亿多美元的财务文件。

在中国，公司治理倡导者受到更多关注。郎咸平教授成为当代的拉尔夫·纳德（Ralph Nader），致力于揭露财务丑闻。中国政府似乎比美国最热心的倡导者更加重视公司治理。2004 年 9 月，4 名雇员，包括 2 名在国有银行受雇的雇员，因贪污 1 500 万美元被执行死刑。中国银行总裁刘金宝因接受 17 万美元贿赂，挪用 300 万美元被判死刑，缓刑两年。

第4节 组约股票交易所的丑闻

理查德·格拉索

进入21世纪，纽约证券交易所越来越受到来自电子交易网络和纳斯达克的竞争。竞争导致2003年12月纽约证券交易所和纳斯达克合并谈判。纳斯达克否认此类谈判，其他工作人员确认合并谈判的存在。但无论从哪个方面看，谈判都没有任何进展。玛莎·斯图沃特受指控后辞去纽约证券交易所董事会职务，这让纽约证券交易所很尴尬。花旗集团的桑迪·威尔放弃了竞争纽约证券交易所董事，因为他与艾略特·斯皮策观点不同；纽约证券交易所其他董事也面临各种监管问题。更麻烦的是给予纽约证券交易所总裁理查德·格拉索的1.875亿美元退休金。这一消息在新闻界披露后，引发一场争议性的风暴。

为减少批评，格拉索决定放弃约4 800万美元退休金，但这一努力没有成功。面对媒体的批评，曾经批准这一退休金方案的纽约证券交易所董事会要求格拉索于2003年9月17日辞职。纽约证券交易所同时披露，其他六名高管在未来5年的年薪都将超过1.4亿美元。后来报道出的事情让公众更加不满。纽约证券交易所的两名首席运营官员将每人获得退休金3 000万美元；纽约证券交易所新近任命的联合主席罗伯特·布里茨（Robert Britz）和凯瑟琳·金尼（Catherine Kinney）如果在55岁退休，都将获得1 900万美元退休金，而3年后他们就55岁了。

花旗银行前董事长兼首席执行官约翰·里德（John Reed）接任格拉索担任纽约证券交易所主席。此前花旗银行和旅行者公司合并后，里德与桑迪·威尔在权力斗争中败北，被挤出公司。里德只接受了1美元薪酬，但纽约证券交易所还是花了370万美元寻找公司来保障他的工作。之后，纽约证券交易所进行了治理结构改革，董事会成员人数从27人减至10人，而且没有一人是纽约证券交易所成员。纽约证券交易所成员还成立了“咨询”小组，向董事会提供咨询意见。约翰·泰恩被命名为首席执行官，将格拉斯长期兼任

的董事长和首席执行官两个职务一分为二。泰恩曾担任高盛公司总裁。他在纽约证券交易所的年薪只有400万美元，那时里德在交易所的作用已不大。SEC前高级职员理查德·凯彻姆（Richard Ketchum）被聘用为交易所的首席监督官。

里德要求格拉索退回退休福利中的很大部分。格拉索拒绝了这一要求。里德就去找艾略特·斯皮策；斯皮策喜欢上新闻头条，也十分欢迎有机会从SEC手中拿过纽约证券交易所的监管权。斯皮策开始调查，对格拉索的退休福利是否违反了纽约证券交易所非营利的公司性质。没错，纽约证券交易所是一家非营利性公司，2003年的利润为5 000万美元。格拉索聘请了自己的"守护犬"，华盛顿特区威廉 & 科诺利（Williams&Connolly）律师事务所的合伙人布兰登·沙利文（Brendan Sullivan）。沙利文出名是在国会对他的客户、伊朗门丑闻设计者奥利弗·诺斯（Oliver North）听证时，国会要求他保持安静，他说自己不是一个"盆栽植物"。沙利文的做法让参议院调查委员会十分惊讶：他不让委员会提前同诺斯见面，还让诺斯对自己的行动进行积极辩护。后来，上诉法院驳回对诺斯破坏文件、阻挠国会和以安全围栏形式接受非法酬金的刑事指控。诺斯在1994年竞选国会议员席位中失败，但成为福克斯有线新闻网脱口秀主播和战争记者，十分受欢迎。沙利文对诺斯的辩护被比作"在联盟中投出一场无安打比赛"（棒球用语）。

2004年5月24日，斯皮策对格拉索提起诉讼。纽约证券交易所前薪酬委员会主席肯尼斯·朗戈（Kenneth Langone）一同被起诉。斯皮策表示，格拉索和朗戈一起误导了纽约证券交易所董事会对格拉索薪酬的判断。斯皮策还指控，格拉索在自己薪酬问题上威胁坐在纽约证券交易所董事会席位上的那些有实力的华尔街高管们。斯皮策的起诉中缺少的一人是前纽约州货币监理专员卡尔·麦考尔（Carl McCall）；麦考尔是一个强大的民主党人，斯皮策竞选纽约州州长需要他的支持。麦考尔接任朗戈担任纽约证券交易所薪酬委员会主席，格拉索巨额的退休福利计划是在他的任期内批准的。朗戈的运气不好被起诉，是因为他是共和党人。但斯皮策说，麦考尔是被朗戈误导了，朗戈才是罪魁祸首。作为回报，麦考尔支持斯皮策竞选州长，同时就威胁到长

岛一位受欢迎的政治家竞选民主党州长候选人的职业生涯。

朗戈和格拉索在《华尔街日报》刊文批驳斯皮策，并且都发誓要回击。格拉索就自己曾愿意放弃的4 000万美元福利反诉纽约证券交易所。格拉索还起诉里德发表虚假和诽谤言论。格拉索的起诉被纽约法官驳回，但受到上诉法院的支持，上诉法院认为格拉索有充分诉讼的理由。格拉索的律师将斯皮策的起诉移交至联邦法院，斯皮策不得不在几个月之后再把案子撤回到州法院。《华尔街日报》重磅介入，刊登了一篇社论，详细地公布了提交给纽约证券交易所董事会成员的文件。这些文件充分证明他们在格拉索薪酬问题上没有被误导。麦考尔还从一位薪酬问题专家那里了解了这一揽子薪酬方案的具体细节。纽约证券交易所通过一份内部报告予以回应，他们将格拉索描绘成纽约证券交易所公司治理的马基亚维利式的操控者。内部报告还披露，格拉索的行政助理每年薪酬24万美元，他的两名专职司机每人薪酬13万美元，格拉索还可以使用公司飞机。这份内部报告是由前芝加哥检察官丹·韦伯（Dan Webb）编写的，但报告中没有载入纽约证券交易所前董事会成员对格拉索领导能力的赞赏，也没有载入董事会成员认为格拉索在薪酬问题上没有不当行为的声明。这些问题只是在格拉索的律师们要求法官同意他们阅读韦伯报告的支持文件时才发现的。法官批准了这一要求。《华尔街日报》也获得了这些材料的阅读权，并几乎利用正版的社论中鄙视斯皮策的指控。社论表示，有证人作证认为麦考尔应对报告董事会事项中的任何失败负责。向格拉索支付大额现金的原因也被披露了：纽约证券交易所无法发行股票期权；而且董事们都认为，如果纽约证券交易所是一个上市公司，格拉索的薪酬以期权计算应高达5亿美元。麦考尔的律师告诉法庭，韦伯采访麦考尔的磁带已被抹去或发生故障，这引发了更多争议。

奇怪的事情是，格拉索大概应该得到这笔退休金。和迈克尔·奥维茨（Michael Ovitz）仅工作了14个月却得到1.4亿美元薪酬不同，格拉索长期在纽约证券交易所工作，几乎从不需要大学学历的职位做起。格拉索是一位成功的经理人，使纽约证券交易所在面临来自纳斯达克、电子交易网络和国际交易所的严峻威胁下仍具有竞争力。在格拉索任职期间，尽管纽约证券交易

所仍在使用过时的专营经纪人制度，但在纽约证券交易所上市交易的股票份额达85%；1995年至2000年，纽约证券交易所为成员创造了21.2亿美元利润。在格拉索任内，纽约证券交易所的会费几乎涨了一倍；交易量上涨到几乎不可信的水平：日均交易量从1991年的1.79亿股增加到2000年的约14亿股。在“9·11”恐怖袭击事件之后，格拉索还英雄式地让纽约证券交易所重新开市并向世界发出一个重要信息：美国的金融市场强劲，不会被肆意破坏所玷污。但此后发生了一个颇显小气的事情，纽约证券交易所下令拆除一个纪念“9·11”恐怖袭击受害者的匾额，因为匾额上刻有格拉索的名字。

纽约证券交易所的问题

纽约证券交易所宣布，由于不产生利润，交易所决定关闭午餐室，那里曾一度是华尔街重要会议场所。格拉索退休后，专营经纪人收入下降60%，利润下降50%。在纽约证券交易所上市交易的股票份额首次下降到80%以下，并在2004年1月降至约75%。2003年10月，纽约证券交易所的席位费是135万美元，是5年的低点，较1999年水平下跌超过60%。2004年7月，纽约证券交易所席位费下降到125万美元，远低于格拉索在职期间的200万美元，甚至低于规模很小的、用于能源交易的纽约商品交易所（New York Mercantile Exchange，NYMEX）的席位费。纽约证券交易所的席位租赁费在2004年10月达到11年以来最低；出售费在2005年1月降至9年来的最低，为97.5万美元。另一个打击是，嘉信理财宣布决定出售在纽约证券交易所的席位，这表示纽约证券交易所席位的优势已经不存在了，人们可以通过更低成本的途径进入市场。后来，SEC通过一项规则，确保交易所对上市证券的垄断权可以继续保留，这引发纽约证券交易所席位费几个月的上涨，达到2005年3月的154万美元。在格拉索领导纽约证券交易所时，纽约证券交易所是盈利的；但当他离开后，纽约证券交易所面临由外界对格拉索攻击和交易所公司治理变化带来的成本，最终出现亏损。这时交易所的薪酬支出也高于格拉索在职期间。

纽约证券交易所还因为一系列交易丑闻而受到困扰。场内经纪人（有时

被称作2美元经纪人）从事“倒手交易”（flipping）和“八分之一交易”（trading for eights）等。“八分之一交易”是指在已出售或购买一证券后，再购入或售出相同证券，谋取八分之一点的利润；八分之一点是交易所规定的买价和卖价之间的价差。这使得场内经纪人既能获得交易佣金，还能获得价差。政府表示，至少有64名经纪人通过这种交易，获得了1 100万美元利润。7名场内经纪人通过奥卡福（Oakford）公司隐瞒其交易，并同该公司分利。9名经纪人和1名书记员承认在政府表示不能确定其利润，甚至不能确认某些交易是否违法后，接受了对他们的指控。2名经纪人获刑一周监禁。1人被撤诉。SEC支持纽约证券交易所对该丑闻中一名经纪人的制裁，但一个上诉法院撤销了制裁。法庭的理由是，SEC几乎没有或根本没有关注本案的事实，只是复制了在其他案件中使用的语言来支持纽约证券交易所制裁。2名经纪人起诉纽约证券交易所，声称在威廉·唐纳森担任主席期间，交易所知道并默许这些交易。未来的SEC主席哈维·皮特曾成功地作为纽约证券交易所的代理律师，击退了一起经纪人诉纽约证券交易所的案件。

纽约证券交易所场内经纪人在交易日内通过买卖价差获利本是合法的，但也招来麻烦。SEC的一份报告显示，纽约证券交易所场内经纪人操纵客户指令，还在客户前抢先交易；这些行为使投资者至少损失1.55亿美元，而纽约证券交易所没有有效的方法来探测这些违规行为。即使违规行为被发现，纽约证券交易所也没有采取任何实质性行动。SEC的这项调查覆盖1999年至2003年的所有交易；调查还发现很多交易本可以匹配给客户的指令，相反却被场内经纪人拿走，牺牲客户的利润。场内经纪人把自己“插入”买卖指令之间，从中获利。此外，场内经纪人经常在客户之前以优惠的价格为自己的账户先进行交易，而该价格本可以执行客户的指令。场内经纪人还帮助客户“设定交易价格”，人为作出一个交易价格，目的通常是为了获得保证金。

SEC指控，场内经纪人的这些做法违反了他们维护市场“公平有序”的义务。对此，几家场内经纪人公司同意支付惊人的2.41亿美元来了结SEC对他们不恰当执行客户指令的指控，这其中包括Bear Wagner，LaBranche，Fleet（隶属富利波士顿银行），Van der Moolen和Spear Leeds（隶属高盛公司）等

公司。Spear Leeds 公司的首席执行官托德·克里斯蒂（Todd Christie）也因此被辞退。在被辞退前，克里斯蒂还被提名为纽约证券交易所董事。另有七家规模较小的场内经纪人公司以 1 020 万美元罚款，了结了类似指控。SEC 还指控纽约证券交易所没有做好监督工作，15 位为场内经纪人提供服务的交易员被起诉。为此，纽约证券交易所同意聘请一名独立监管员，审计交易所自律工作，为此花掉 2 000 万美元。纽约证券交易所还同意针对场内经纪人建立一套监视系统，录制他们的活动。似乎需要有乔治·奥威尔（George Orwell）才能让完全信息披露制度发挥作用。

面对违规案件，SEC 要求证券交易所进行公司治理改革：将监管职能和营销职能分离；董事会中外部董事应占大多数，应有 20% 的董事代表会员的利益；应设立提名、治理、审计、薪酬和监管等委员会，委员会成员应由外部董事组成。纽约证券交易所更进一步，允许公众通过网络投票选举一名董事。埃林·布朗（Ellyn Brown）当选，她曾是马里兰州证券业监管工作人员。

加利福尼亚州公职人员退休基金（Calpers）起诉纽约证券交易所及其七家场内经纪人公司，在 SEC 之后对纽约证券交易所进一步造成破坏，浮现出更多问题。弗兰克·弗里诺（Frank J. Furino）因为向Andover公司透露有市场影响的交易信息而被捕。弗里诺在纽约证券交易所里工作，是经纪人公司 Lawrence Helfant（后被投资银行 Jefferies Group 收购）的员工。弗里诺通过提前交易赚取了 30 万美元，其中包括操纵安然公司和计算机协会公司（Computer Associates）的股票。富达投资公司呼吁纽约证券交易所进行重组，取消场内经纪人制度；希望纽约证券交易所变成电子交易网络的模式。约翰·泰恩也建议通过更多电子交易，降低纽约证券交易所席位的价格。场内经纪人们担心这些建议会切断他们的订单。尽管存在诸多问题，纽约证券交易所仍然是一个强大的机构。其日均交易量从 1970 年的 1 600 万股，上涨到 2003 年的 14 亿股。程序化交易占 40%，表明专业交易者主宰着这一市场。

为免有未被指控的美国证券业机构，SEC 后来对美国证券交易所（AMEX）、费城股票交易所和新泽西州的全国股票交易所（National Stock Exchange）也提起指控。SEC 表示，这些交易所未能确保场内经纪人不先于客户

订单交易或私扣信息。这些交易所的日均交易总量约为6亿股。三名美国证券交易所的官员也被设定为目标。SEC另一个调查项目指向纳斯达克市场，试图确认客户指令是否被“最佳执行”。

SEC宣布将修改其全国金融市场体系规则（National Market System rules），重新构架美国证券市场，要求实现客户在任何买卖或出售证券时均获得“最佳执行价格”。但这一规则也面临新的挑战。过去，这一规则有利于纽约证券交易所，使很多业务集中到该交易所。SEC原本建议将“剧烈波动情况”（fast market）作为“最佳执行价格”的例外；做市场可以忽略在其他市场上更好的报价，只要在一定范围内执行即可。SEC还在考虑对市场准入费用设置上限，并表示希望规范发布市场数据获得收入的行为，即通过将报价和上一个成交价发布给市场参与者而获得的收入。交易所普遍认为这是对市场施加公用事业的监管措施，予以反对。SEC还建议禁止以小于1美分来作为股票报价，1美元以下的股票除外。纽约证券交易所反对这些建议，因为它们对“最佳执行价格”形成例外，将损害市场；而SEC则表示，这次修改规则仍将有利于纽约证券交易所，因为根据规则而进行的交易（trade through rule）越来越多，这将迫使交易向纽约证券交易所集中，从而远离电子交易网络。《华尔街日报》指控威廉·唐纳森支持他的老雇主纽约证券交易所，推动这些建议。纳斯达克市场由于无法根据规则交易，并受到其他渠道的竞争，其市场份额只有20%左右。相比之下，纽约证券交易所在根据规则的交易保护下，始终保持着80%的市场份额。修改规则在SEC 3比2通过，共和党的两位专员投了反对票。他们的反对意见有一些奇怪的支持者，如两个企业改革的主要倡导者，加州公职人员退休基金和全美教师退休基金。修订后的规则继续保护纽约证券交易所，使其势力扩展到纳斯达克市场；这导致市场更加集中，竞争降低。

集中化速度比任何人预期的都要快。在新规则通过后不久，纽约证券交易所就宣布，它将与位于芝加哥的电子交易网络Archipelago合并，该网络交易了在纳斯达克上市的约25%的股票。该交易网络于1997年开始运作，2000年并入太平洋交易所（Pacific Exchange Inc.），创建了全美第一个开放的、全电子化的

股票市场。为庆祝开幕，Archipelago 在《华尔街日报》上刊登了一些怪诞的全页广告。其中一个广告十分奇怪，但很有趣：向秃头男性推销喷漆，并说喷上后“在距离超过 40 英尺（13 米）之外，看起来完全自然”。另一个广告包含一个测试，以确定一个人是否合适在交易所交易。申请人被要求回答“是女性生下的你吗?”“你是猫吗?”和“你在变老吗?”之类的问题。

合并使得纽约证券交易所可以提供在纳斯达克市场上市股票的交易机会，并允许它进入电子交割市场。新公司被命名为纽约证券交易所集团（NYSE Group Inc.）。合并还把纽约证券交易所转变为一家盈利性公司。在合并中，纽约证券交易所每个席位获得 30 万美元，另加合计控股新公司 70% 的股权，这样每个席位的价值将约 180 万美元。合并后，集团经营总额 35 亿美元，纽约证券交易所业务占 24 亿美元。这笔交易使得纽约证券交易所席位费上涨到 350 万美元。

纽约证券交易所的并购对斯皮策诉格拉索案提出一些有趣的问题，因为合并获得的任何收入都应交付给纽约证券交易所的股东。而此前斯皮策的起诉已经遭到嘲笑，从格拉索那里获得的任何资金已经交给了持有纽约证券交易所席位的百万富翁们。他们几乎不需要总检察官来保护自己的利益。斯皮策试图缓解批评，建议法院将收回的资金交给纽约证券交易所的监管部门。更有讽刺意味的是，原纽约证券交易所董事会成员兼家得宝公司（Home Depot）的共同创始人肯尼斯·朗戈起诉反对纽约证券交易所进行收购。他认为交易所价值被低估，并指控为纽约证券交易所 Archipelago 公司提供咨询服务的高盛公司在并购中存在利益冲突，因为它拥有 Archipelago 公司 15% 的股权。高盛公司的角色尤其激怒了美林公司的史丹利·奥尼尔（E. Stanley O'Neal）。如果朗戈的建议成立，他将实质性地成为斯皮策诉格拉索和自己案中的原告。斯皮策幸免于面对这个问题的尴尬，因为对格拉索的审判推迟到纽约州长竞选之后。与此同时，Archipelago 公司的股价不断上涨，纽约证券交易所的一个成员威廉·希金斯（William Higgins）要求停止合并，声称成员席位被低估。纽约法官驳回这一起诉，认为希金斯存在利益冲突，并违反了信托责任。法院还表示，对 6 家纽约证券交易所成员同高盛公司有人员和业务往来的指控被“简单化了，令人印象深刻”。约翰·泰恩与高盛更加密切，

并能从合并中获利。纽约证券交易所一个成员威胁希金斯，如果同 Archipelago 的合并被停止，他将面临汽车爆炸事件。

肯尼斯·朗戈正在游说其他成员投票反对并购。他还在《华尔街日报》评论版上掀起了另一场对斯皮策的攻击。朗戈披露，对批准格拉索薪酬的纽约证券交易所董事的处理，显示他们认为已经全面了解薪酬方案，而且朗戈还适当地向董事会提交过薪酬方案。朗戈批评斯皮策在“欺负人”，并再次指出，从斯皮策的诉讼中收回的任何资金都将转移给已是百万富翁的纽约证券交易所成员。与此同时，尽管有多名律师在总检察长办公室工作，但斯皮策仍声称没有足够的律师起诉 Medicaid 公司的欺诈行为。

格拉索之后的纽约证券交易所仍然致力于改善公司治理。在生命科学研究公司（Life Sciences Research Inc.）股票上市交易前一小时，纽约证券交易所宣布拒绝其上市，因为动物权益组织要求交易所将这些“小狗杀手”，即研究人员，退回场外交易的粉单市场（pink sheets）。纽约证券交易所工作人员，在 SEC 前官员加入的鼓舞下，对未提交完整交易数据的 20 多名经纪人公司罚款数百万美元；为此，纽约证券交易所成员拿起武器反抗。纽约证券交易所工作人员也试图停止经纪人公司的“切碎”（shredding）做法，即通过分割客户的订单而获利。尽管如此，SEC 还威胁要指控纽约证券交易所一些工作人员，因为他们没有积极执行交易所规则——监管者诉讼监管者。

作为对纽约证券交易所并购事件的回应，纳斯达克宣布将以 19 亿美元从路透社收购 Instinet 平台。另一个交易所，纽约商业交易所也在与黑石集团一起，试图购买该平台 20% 的股份。芝加哥交易所将在运营层手中持有的少数股权上市，该股票立刻成为热点，在交易的第一天即攀升了 50% 以上。面对这一事态，这一区域性证券交易所将运营层拥有的股权全部出售给大型经纪商。费城证券交易所将股权出售给美林公司、瑞银集团、摩根士丹利和花旗集团等。波士顿证券交易所同瑞士信贷第一波士顿银行、花旗集团、富达投资和雷曼兄弟公司等合资开设电子交易平台。

斯皮策卷土重来

SEC 主席威廉·唐纳森在加入 SEC 时，出售了自己数百万美元股票并将

收益投入一共同基金中，但该基金涉嫌延期交易和择时交易丑闻，使他倍感尴尬，也让他在有关调查中存在利害关联。唐纳森仿效亚瑟·莱维特，持加强监管的立场，希望从纽约总检察长艾略特·斯皮策手中夺回监管权力，但最终失败了。斯皮策在公开演讲中不断谴责唐纳森，强调SEC未能发现择时交易丑闻，还引述对冲基金在招股说明书中突出吹嘘此种交易的说法。内外评估认为，SEC对待金融机构过于小心，导致其在与斯皮策的监管权力争夺中失败。唐纳森承认失败并宣布同州检察官发起"联合机制"，以加强监管部门间协调。

加利福尼亚州授权其总检察长威廉·洛克（William Lockyer）调查公司违法行为，范围覆盖证券业，包括经纪商公司和共同基金等。洛克在政治上雄心勃勃，试图通过调查证券业公司丑闻，同斯皮策竞争新闻头条。加州还颁布法规，给予雇员起诉雇主破坏劳动协议的权利，即使在雇员没有因为雇主行为受损的情况下也可使用。另一个想成为斯皮策第二的人是康涅狄格州财政部部长丹尼斯·纳皮尔（Denise Nappier）。他起诉投资公司Forstmann Little将该州置于风险过大的投资中，造成1.25亿美元亏损。陪审团拒绝任何损害赔偿要求，因为康州政府清楚投资的性质，并默许过公司总裁西奥多·福斯特曼（Theodore Forstmann）的投资行为。这一裁决对福斯特曼算是一些慰藉，但无法补偿他因诉讼失去的时间和律师费；他还得处理公司在电信行业投资失败损失的30亿美元。

斯皮策将调查范围扩展到其他领域。他把矛头指向联邦银行监管机构——货币监理署。斯皮策希望获得对在纽约州境内运营的全国性银行的监管权，而传统上，货币监理署对这些机构拥有专属的管辖权。货币监理署在保护自己势力范围上要比SEC勇猛得多。它明确表示，会在整个联邦法院系统中对斯皮策任何侵权行为予以反击。2005年10月，一位联邦地方法院法官应货币监理署要求，永久禁止斯皮策调查全国性银行消费贷款行为。斯皮策开始从其他方面寻找上新闻头条的机会，甚至赴纽约州北部同奶农会面，看是否可以针对牛奶价格走低提起指控。后来，奶价上涨，这一想法就不了了之。斯皮策转向保险业，就经纪人向客户收取的保险合同推荐费提出指控。

该费用是保险经纪业务的常规部分，但斯皮策还是对全球最大的保险经纪公司威达信保险集团提起指控，宣称该集团欺诈大型机构客户，向客户推荐保险公司的业务，并从保险公司收取好处。斯皮策还指控威达信保险集团操纵投标过程，这引发了新闻界的另一起丑闻。

威达信保险集团的董事长兼首席执行官杰弗瑞·格林伯格（Jeffrey W. Greenberg）被迫辞职，公司总法律顾问威廉·罗索夫（William Rosoff）也受波及。他们的辞职是斯皮策提出的公司免受刑事指控的条件。另有四名高管被解雇。随后，新的公司治理结构建立起来：内部董事被要求辞职，董事会仅由外部董事和新任首席执行官迈克尔·切尔卡斯基（Michael G. Cherkasky）组成。公司分离了董事长和首席执行官的职务。

威达信保险集团同意支付8.5亿美元解决斯皮策的指控，并被迫就公司行为公开道歉。斯皮策要求公司在声明中承认公司有关行为“非法”“可耻”。康涅狄格州总检察长理查德·布鲁门塔尔（Richard Blumenthal）对威达信保险集团提起另一项指控，认为公司掩盖了导致工人薪金保险费用增加的不当花费。劳工部和养老金福利保险公司（Pension Benefit Guaranty Corp.）也在调查该公司养老金咨询业务，并对公司经纪人罗伯特·斯登（Robert Stearns）等5人提出刑事指控。有几家保险公司被认为参与其中。

为此，苏黎世保险公司（Zurich Financial）中止了一批员工的工作。百慕大一家保险公司艾斯（Ace）也卷入丑闻，辞退两名雇员。认罪请求的数量不断增加。威达信保险集团前任执行董事凯瑟琳·温特斯（Kathryn Winters）对斯皮策提出的刑事指控认罪。公司另两名高管和AIG的3名负责人也对他们在交易中的作用认罪。在该案件中，斯皮策共指控25人，其中威达信保险集团16人，17名被告认罪。斯皮策利用这些认罪请求在媒体上对美国商会进行攻击，因为美国商会曾批评他对华尔街的攻击。斯皮策声称，这些认罪请求表明，只有他才能根除广泛存在的腐败行为。

AIG的负责人汉克·格林伯格在斯皮策指控事件发生两年前，曾向纽约保险业委员会询问，向威达信保险集团的支付是否合法，但未收到任何答复。早些时候，AIG还因协助PNC金融公司操纵账户，遇到一些问题：它受到

SEC 指控；刑事检察机关也在对其营销保险合同进行调查，因为有关保险合同几乎无风险，但 AIG 通过预先支付收益的方式向 PNC 金融公司等销售方提供了伪装贷款。贷款通过定期的保险费收入偿还，允许卖方将前期收入记为收入，而非负债。AIG 允许一家电话分销商亮点（Brightpoint）通过类似欺诈性保险营销模式隐瞒损失。AIG 同意向 SEC 和司法部支付 1.36 亿美元罚金，以解决 PNC 金融公司和亮点案。AIG 还须任命一名独立监察员审查其他不当行为。格林伯格的另一项指控是因为致电纽约证券交易所总裁理查德·格拉索，请求格拉索指示场内经纪人帮助维持 AIG 股价，以减少同美洲通用（American General）公司合并的成本。

79 岁的汉克·格林伯格被迫最终从 AIG 辞职。辞职发生在 AIG 审计报告认为公司的财务控制存在严重缺陷之后。公司首席财务官霍华德·史密斯（Howard Smith）也被迫辞职。格林伯格被弗兰克·扎布（Frank G. Zarb）代替。扎布曾任纳斯达克总裁，在他任职期间，纳斯达克因允许做市商串联、扩大利差和减少竞争受到监管部门的攻击。扎布带来他的老朋友、SEC 前任主席亚瑟·莱维特担任 AIG 董事会成员。格林伯格和他的儿子杰弗里加入了失业的行列，杰弗里·格林伯格被斯皮策从威达信保险集团负责人的职位上拉下来。老格林伯格的另一个儿子伊凡·格林伯格是百慕大保险公司艾斯（Ace）的负责人，也受到斯皮策的调查。该保险公司因使用有限保险，重述了其 2000 年至 2004 年的财务报表。

AIG 的内部调查发现了公司其他用于操控收益的可疑交易。这一系列发现导致公司股价下跌 25%。2005 年 3 月 30 日，AIG 宣布，由于各种会计操纵，它的资产净值减少了 17 亿美元。其中，包括一项保护巴巴多斯再保险公司联盟超额（Union Excess）投资者的价值 11 亿美元的秘密协议。该协议可能引发政府起诉，最终导致公司股东和 9.3 万名员工蒙受巨大损失。

由于调查结果的不确定性，AIG 股价下跌了 30%。公司后来还因被发现破坏文件，陷入更多问题。格林伯格控股、拥有 AIG 股权 12% 的斯塔尔国际（Starr International）公司，用将 AIG 董事从其董事会撤职的方式，回应格林伯格被 AIG 辞退事件。宣称的理由是利益冲突，即斯塔尔国际公司向 AIG 董

事支付报酬。这一事件导致 AIG 更大动荡。斯塔尔国际公司和 AIG 之间的关系早已由普华永道和纽约两家著名的律师事务所解释清楚，但特拉华州路易斯安那教师养老基金还对此提出诉讼，声称违反信托义务。格林伯格被称为“帝王式”首席执行官，这也是对伯纳德·埃伯斯的称呼，该头衔显然来自对尼克松政府“帝王式总统”称呼的演绎。检察官通过不让格林伯格接触调查中任何文件的方式，试图将这一从诺曼底战役和朝鲜战役中退伍的老兵引入伪证陷阱。2003 年，格林伯格曾被评为“年度首席执行官”，领导 AIG 四十年，将其建成一个拥有数千名员工、价值千亿美元的公司。在宣誓作证之前并防止出现将自己陷入任何伪证指控的错误，他正当地提出要求重新记录他对案件中某些事件的回忆，修改的内容只包括他管理 AIG 期间内很少部分。格林伯格的一位律师戴维·博伊斯（David Boies），对这种伪证陷阱太熟悉了。他建议格林伯格利用宪法第五修正案来回应调查人员的问题，并在《华尔街日报》解释这么做的理由。文章发表时，博伊斯正在泰科公司重审案中，为反对马克·施瓦茨（Mark Swartz）而作证。

负责斯皮策竞选州长的工作人员将 AIG 的网络搜索链接到他竞选州长的网站。斯皮策还在一个电视采访中表示，AIG 是一个“黑箱”，格林伯格承认进行了“欺诈”，目前唯一的问题是格林伯格的行为是应受民事指控还是刑事指控。《华尔街日报》发表评论嘲讽斯皮策指控格林伯格，认为如果斯皮策真认为格林伯格有罪，两者就应当对簿公堂。文章还指出，有限保险是“逃避侵权行为的必需品”，对这类产品的会计处理很复杂，需要依据具体判断。高盛前任董事长约翰·怀特黑德（John C. Whitehead）也在这篇文章中强调，格林伯格是“美国最好的首席执行官和最慷慨的慈善家之一”。作为反对意见，《纽约时报》在商业头版刊登一篇名为《行业暴力行为得到报应》的文章。

面对斯皮策率领的 15 个监管机构，格林伯格拿起宪法第五修正案反抗。监管机构包括 SEC、司法部和纽约保险局。格林伯格由两位律师陪同，一位是罗伯特·莫尔维洛（Robert Morvillo），曾担任玛莎·斯图沃特的辩护律师；另一位是经验丰富的证券业律师肯尼斯·比亚尔金（Kenneth Bialkin）。媒体

后来广泛报道，格林伯格将23亿股AIG股份转让给他60岁的妻子，以保护其资产免受诉讼影响。俄亥俄州总检察长吉姆·彼得罗（Jim Petro）向AIG提出集体诉讼，要求法院判决格林伯格妻子将股份归还给他。面对压力，通常不肯走回头路的格林伯格最终也放弃股份转让。

该公司总审计长迈克尔·卡斯泰利（Michael Castelli）开始同斯皮策合作后被要求离职。公司内部调查又发现另外10亿美元的会计问题，也同格林伯格有关。2005年5月，斯皮策对AIG、格林伯格和公司首席财务官霍华德·史密斯提起诉讼。起诉书称，AIG公司股票每增加1美元，格林伯格的个人财富将增加650亿美元。斯皮策指控，格林伯格同AIG股票价格变化利益高度相关，他经常通过大量购买股票的方法支持公司股价。指控的很多内容几乎没有在新闻媒体中报道过。斯皮策还声称，格林伯格知道公司不正当地收取了工人薪酬的保费，因为他不想根据政府要求，为处理这些保费再雇用40多名员工。

公司新管理层拒绝格林伯格接触他在公司的个人财产和档案。对此，格林伯格借80岁生日致信董事会，谴责对他的“恶劣指责”，并要求有机会回应这些指控。公司通过向检察官提交一个录像带进行报复；录像带显示，格林伯格在公司股价下跌时，强烈要求公司购买自身股票。该录像带成为斯皮策指控的核心证据。针对董事会辞退格林伯格，格的律师发表了一份50页的白皮书，表示AIG的审计师普华永道会计师事务所充分了解导致格被解雇的交易行为。弗兰克·扎布等其他还留在AIG的高管也都知道并参与了有关交易。律师进一步表示，2005年发生的重述公司储备，实质上是在通过过度冲销来操纵公司账户，目的是增加公司收益，使新管理层看起来很好。律师的努力后来被证明是无效的。AIG甚至提出诉讼，要求格林伯格放弃对公司的控制权。

2005年5月，AIG重述了其会计账目，股东权益减少2.7%（比预期少5亿美元），2000年至2005年利润减少10亿美元。在斯皮策攻击之前，公司董事会未能发现这些会计问题。这再一次证明，即使是耳聪目明的外部董事也不能阻止丑闻。这时AIG的外部董事包括前美国前驻外大使理查德·霍尔布

鲁克（Richard Holbrooke）、前参议员兼国防部长威廉·科恩（William Cohen）和前贸易代表卡拉·希尔斯（Carla Hills）。

SEC 和斯皮策对其他保险公司也进行了广泛调查。沃伦·巴菲特的伯克希尔哈撒韦控制的通用（General Re）再保险公司受到SEC 调查，以确认该公司是否出售可用于操控公司盈利的保险产品。公司治理改革倡导者、全美教师养老基金的首席财务官伊丽莎白·蒙拉德（Elizabeth A. Monrad）因此前在通用再保险公司工作，也成为 SEC 调查的目标。通用再保险公司一名高管约瑟夫·霍尔德斯沃思（Joseph Houldsworth）因帮助 AIG 伪造财务报表，受到刑事指控。在另一个案件中，SEC 断定，通用再保险公司高级副总裁理查德·纳皮尔（Richard Napier）每天都与 AIG 董事长格林伯格通话，讨论有限保险交易和改善 AIG 盈利情况；纳皮尔还向监管者和保单持有人隐藏美国破产互惠公司（Reciprocal of American）伪造财务情况。

巴菲特因在 AIG 会计操纵案中的作用受到政府的安全保障，尽管有关会计操纵在通用再保险公司中也有。媒体报道称，政府工作人员对巴菲特进行了调查，集中于他批准通用再保险同 AIG 进行交易，将 5 亿美元以保险赔偿的形式、5 亿美元以保费形式转移至 AIG。这样一来，AIG 就增加了 5 亿美元储备和 5 亿美元的盈利。增加储备十分必要，因为格林伯格已经被一些大股东批评储备水平太低。监管机构提出的问题是，交易是否给 AIG 带来风险。后来，AIG 承认交易是不正当的。《华尔街日报》报道称，是巴菲特引出的格林伯格，目的是让监管机构的注意力远离伯克希尔哈撒韦公司。调查人员调查巴菲特时，态度很柔和，没有要求他宣誓，反而请他分享一些人生智慧。评级机构就不那么柔和了。惠誉评级公司因监管问题和巴菲特年龄等问题，将伯克希尔哈撒韦公司的债务等级从稳定降至负面。SEC 工作人员还提议对巴菲特的助手，通用再保险公司的罗纳德·弗格森（Ronald Ferguson）和约瑟夫·布兰登（Joseph Brandon）采取行动，因为他们协助 AIG 进行会计操纵。另有 5 名通用再保险公司管理人员也成为目标。

伯克希尔哈撒韦控股的另一家国家赔偿保险公司（National Indemnity）因同澳大利亚 HIH 保险公司之间的可疑交易，向 HIH 保险公司的清算公司支付

了200万美元赔偿金。澳大利亚调查人员还在怀疑通用再保险公司和澳另一家保险公司FAI保险之间的交易。百慕达再保险公司帕金承保人（Platinum Underwriters）同伯克希尔哈撒韦一家子公司解除了“有限”保险合约，因为附加协议未提及风险传递，将造成会计问题。该保险合约允许购买者在交易中用保费抵扣损失，而交易的结构本身设计是为了防止保险公司承担风险，因而吸收了贷款方面的性质。换句话说，保险购买者在保险期间支付了超高的保费；任何超过实际索赔的资金将在合同期结束时退还。

安盛再保险（Axa Re）、慕尼黑再保险和苏黎世再保险等公司向市政债券保险协会（MBIA）出售了价值1.7亿美元的“可追溯”再保险；以便其在遭受信用违约债务重大损失后保护自身储备。可追溯保险随时间推移逐步支付，允许MBIA掩盖其损失，并利用资本市场获得更多资金。

MBIA于1973年成立，发行一种受欢迎的债券保险产品，保护市场证券持有人免受债券违约的侵害。该产品覆盖了约2万亿美元的市政债券和资产支持证券。由于对某些再保险合同处理不当，MBIA不得不重述其自1998年起以来7年的财务报表。MBIA曾经抱怨说，对冲基金的负面研究损害了其股价；但后来不得不披露，公司通过一项安排，弥补了1.7亿美元的亏损。在该安排下，其他保险公司根据MBIA对未来业绩的承诺吸收相关损失。复兴再保险公司（Renaissance Re）宣布，由于对其保险合同收付的会计处理，公司将重述2001年至2004年的财务账目。CNA金融公司的保险业务受到斯皮策攻击，重述了三年会计账户。通用电气的保险业务也受到SEC攻击。德国汉诺威再保险公司（Hannover Re AG）也成为被攻击目标。

1945年通过的《麦卡伦—弗格森法案》（*McCarran - Ferguson Act*）试图将SEC和《联邦证券法》从保险公司的监管者中排除。针对该法案，SEC绕道而行，争辩说各种保险产品本质上是证券。另一个更大的差距是，SEC使用全面信息披露规则要求公开发行证券的保险公司。

斯皮策通过《纽约唐纳利法案》（*New York Donnelly Act*）谋求对保险公司的监管权。该法案于19世纪通过，复制了联邦《谢尔曼反垄断法案》（*Sherman Antitrust Act*）。纽约法规的管辖范围广泛：斯皮策指控加利福尼亚州保险公司宇

宙生命资源（Universal Life Resources），指责该公司向客户推荐保险公司，但未披露介绍费。支付介绍费的保险公司包括大都会人寿、保德信金融和尤纳姆节俭（Unum Provident）公司。斯皮策还指控宇宙生命公司创始人道格拉斯·考克斯（Douglas P. Cox），参与公司自我交易。斯皮策因而将他的势力范围扩张到全国范围内所有类型的企业和金融活动。

斯皮策实际上已经被威廉·莱拉赫（William Lerach）击败。莱拉赫是知名集体诉讼律师，他在斯皮策之前就对宇宙生命保险公司提起了诉讼。加州已经聘请莱拉赫对斯皮策拟调查的保险公司展开追查。加州保险业专员约翰·加拉门迪（John Garamendi）在斯皮策行动之后不久，也对宇宙生命的相关款项提起诉讼。斯皮策否认他与莱拉赫或其他加州官员协调行动。

俄亥俄州向另一家大型保险公司安达保险（Chubb Corp.）发出传票。国会举行听证会，使斯皮策有机会争夺对保险行业的联邦监管权，这在美国历史上是第一次。与此同时，斯皮策要求国会不要采取任何行动争夺他对保险业的攻击。

《华尔街日报》评论版表示，被斯皮策攻击的一些保险活动是常见和必要的商业行为。其中一篇社论指出："一个政府官员单方面认为一个行业的商业模式必须改变，而其他监管机构多年来一直支持这种状况，这样的局面令人不安。"《华尔街日报》还批评集体诉讼当事人与斯皮策搞串联。它指责斯皮策创造出"一种恐惧的气氛，因为他对一个行业接着一个行业提出指控，把一些长期做法认定为刑事犯罪"[1]。《华尔街日报》电子邮件被调查者中 80% 认为，美国目前的监管气氛是损害商业的，斯皮策在创造这种氛围方面发挥了突出的作用[2]。

亨利·曼内（Henry G. Manne）教授在《华尔街日报》发表评论文章：

> 在普遍接受放松管制和推进私有化的时代，斯皮策先生用刑事法律作为武器，要求全行业接受一些监管规则，这将世界引入了一种新的监管模式。

---

① "Eliot's Insurance Policy."

② William J. Holstein and Edward M. Kopo, "Spitzer's Climate of Fear."

这些规则不是通过正常的授权渠道制定，不能被任何行政程序审查，也不受法院对正常行政规则制定所要求的最低限度的尽职调查要求的限制。整个过程不是法治；是暴力统治。更糟糕的是，监管规则对公众的损害远比所声称的罪恶要昂贵得多。[①]

SEC 前任主席亚瑟·莱维特在同一版面上提出自己的观点，表示要寻求"适度监管"，终止"CEO 独揽大权、董事会放任的文化"，要"建立责任追究和监督文化"[②]。

无论是斯皮策还是加州的案子，均未给威达信保险集团的员工带来任何好处。由于斯皮策的攻击，公司收入下降 94%，裁员 3 000 人。公司同斯皮策和解后，报出 2004 年第四季度亏损 6.76 亿美元；另有 2 500 个工作岗位丢失，公司股息减半，费用增加，不产生利润的客户被清除。自斯皮策对威达信保险集团提出指控后，失业数量几乎相当于安然公司倒闭后的情况；对公司的影响甚至超过了"9·11"恐怖袭击事件，当然都不是积极的结果。在斯皮策和保险经纪人对公司旗下普特南基金（Putnam Funds）指控后，通过 401（k）账户持有的公司股票的员工受到毁灭性打击。账户中 13 亿美元的公司股票，在斯皮策指控后价值减半。总的来说，由于斯皮策的攻击，威达信保险集团股价损失 115 亿美元。这提出了究竟谁从这些攻击中受益的问题，特别是当斯皮策从攻击中获得的 30 亿美元并没有归还给真正的受害者。毫无阻力地，斯皮策将调查扩展到国际保险业务，同 SEC 一起调查外国再保险公司，审查他们是否有操纵美国公司业绩的行为。

明尼苏达州总检察长迈克·哈奇（Mike Hatch）也想加入斯皮策的行列。他指控全国第三大保险经纪人公司威利斯集团（Willis Group Holdings），因为该公司拒绝配合哈奇对该公司保险销售业务和佣金支付的调查。哈奇认为威利斯将客户介绍给支付它最高销售费用的保险公司。斯皮策在一封随机的电子邮件中发现，有引导客户至特定保险公司的安排，他随后就介入此案。威

① Henry G. Manne, "Regulation in Terrorem."

② Arthur Levitt Jr., "Money, Money, Money."

利斯后来支付了5 000万美元解决斯皮策的指控。

保险经纪公司阿恩公司（Aon Corp.）是另一项指控的对象。指控称，公司经纪人将客户推荐至部分保险公司，得到的好处是，允许保留保费几个月，以获得利息收入。加利福尼亚州法官驳回这一起诉，但原告律师对裁决提出上诉，并寻求斯皮策的援助。斯皮策高兴地介入；阿恩公司最终支付1.9亿美元，用于解决斯皮策联合康涅狄格州、伊利诺伊州的总检察官提起的关于公司将客户介绍到支付最高佣金的保险公司的指控。公司随后发现劳工部也因其他问题正在调查它。

第一美国（First USA）银行面对纽约和其他27个州对其电话营销方式的指控，同意支付130万美元了事。大众传媒公司AOL曾是20世纪90年代一起36个州的总检察长联合行动的对象，被控的原因是AOL改变了定价策略，允许按固定费用无限制地接入互联网，但没有能力来应对。另一次总检察长们的联合行动是起诉五家电力公司，认为他们的经营行为引起全球变暖。在这个案件中，科学家质疑用于支持全球变暖理论的数据并发现了其中的缺陷。为了停止这种来自科学界的攻击，一些国会议员试图立法，禁止政府就全球变暖理论的真实性收集数据。质疑绿色运动在国会被制止，接着总检察长们就转向银行，要求银行接受他们关于全球变暖的理论。他们找到了一些愿意接受的听众。为了消除不良形象，摩根大通、美洲银行和花旗集团同意采取限制向有助于全球变暖行业贷款的政策。摩根大通还同意去游说国会，支持限制温室气体排放。通用电气宣布，它正在遏制本公司的温室气体排放，并发布了一份75页的社会责任报告，称赞公司治理改革者的努力。斯皮策起诉俄亥俄州发电厂，认为它建造高大的烟囱，使污染物随气流进入纽约。他还攻击位于科罗拉多州和其他纽约以外地方的在线赌博和垃圾邮件，有些案件甚至在美国境外。

斯皮策指控索尼BMG音乐公司向广播电台（Payola）付费，请电台播放它们的音乐。索尼花费1 000万美元来了结指控，但案件在音乐行业激起质疑：为什么付钱给他人播放自己的音乐是非法的。时代华纳向斯皮策支付了125万美元，以解决对旗下AOL公司取消客户互联网服务的指控。斯皮策率

领15位总检察长对能源部提起指控，声称能源部未能对小家电采取适当的节能标准。斯皮策对法律和秩序的最大贡献也许是他与艾米斯沟通（Emmis Communications）媒体公司30万美元的案子。该公司在其广播电台上支持“Smackfest”比赛。在比赛中，女性参赛者轮流在彼此脸上尽可能地砸更多奖品。斯皮策说，这一活动违反了纽约州关于竞争性运动的法规。

斯皮策攻击平迹快车（Express Scripts）公司。该公司管理纽约州政府雇员的医药服务。他声称，该公司收受了1亿美元以上的药品回扣，而这部分钱本应交给州政府。嗅到新鲜的肉味，其他19个州总检察长也加入对该公司的指控。斯皮策对葛兰素史克公司提出了耸人听闻的指控，声称该制药公司隐瞒了用于治疗抑郁证药物Paxil的在儿童服用方面不良的试验结果。尽管该药物未被批准供儿童使用，也未被推荐给非成人使用，但也未能阻止斯皮策的指控。为了结斯皮策的指控，葛兰素史克公司同意支付250万美元罚金，公布其所有药物试验结果的摘要。斯皮策接着转向另外三家制药公司McKesson、Cardinal Health和AmerisourceBergen，对其药物转售行为进行调查。

总检察长们的联合行动波及其他公司。百时美施贵宝公司受到来自37个州和海外领地的联合指控，认为该公司非法禁止来自仿制药的竞争。百时美施贵宝为此支付6.7亿美元罚金。制药公司还有其他问题。辉瑞公司因销售未经批准的药物Neurotin被指控，以4.3亿美元了事。这一指控源自举报人戴维·富兰克林（David Franklin），他因此获得2 460万美元奖励。辉瑞公司还得再支付4.3亿美元来赔偿对一家子公司的石棉索赔。先灵葆雅公司（Schering－Plough）支付3.5亿美元，来解决对其向Medicaid收取高要价的指控。拜耳公司（Bayer AG）因相同原因支付2.57亿美元罚金。爱尔兰制药公司伊兰公司（Elan Corp.）同意支付1 500万美元，来解决SEC对其在财务状况方面误导投资者的指控。

另一家制药公司默克公司（Merck）遇到税务会计问题。因为国家税务局不允许扣除，该公司面临增加20多亿美元税务责任的麻烦。默克公司在年内晚些时候还受到严重打击，由于对健康的不利影响，它被迫将Vioxx（一种流

行的治疗关节炎疼痛药物）撤出市场。紧接着，公司就受到纽约检察官艾伦·海韦希（Alan G. Hevesi）的指控。海韦希过去曾在几起针对问题公司的案件中充当原告，包括拜耳公司、MCI公司、麦克森公司（McKesson Corp.）、雷神公司（Raytheon Co.）和胜腾公司（Cendant Corp.）。似乎在美国范围内，只有郡县警长和捕犬官是唯一未对公司提起诉讼的政府官员。服用默克公司止痛药Vioxx在德克萨斯州发生了死亡事件，陪审团判决2 450万美元实际损害赔偿和2.29亿美元对死者遗孀的惩罚性赔偿。尽管德州法律将惩罚性赔偿金限制在160万美元以内，但该判决大大增加了对默克公司Vioxx药物副作用的起诉。默克公司在新泽西州法官卡罗尔·希格比（Carol E. Higbee）审理案件中受到不利待遇。希格比法官在施加了一项特别强硬的裁决后，引发同默克公司律师黛安·沙利文（Diane Sullivan）的猛烈争吵。最终，希格比法官无法使对陪审团作出有罪判决。陪审团认为Vioxx不应对原告的心脏病发作负责。即使在法庭上被描绘为谋取利益而牺牲病人的自私企业，默克公司宣布，它已经发现了一种疫苗可以预防某些子宫颈癌，救治无数生命。然而，Vioxx问题导致默克公司损失7 000个工作岗位。

为了不使州政府的工作将自己淘汰，SEC开始调查资产管理公司和养老金咨询师之间的资金往来，因为养老金咨询师能向客户推荐资产管理公司的养老金产品。该问题也受到来自个人的起诉。最高法院认为，对国家农场保险公司（State Farm Insurance Company）的1.45亿美元的惩罚性损害赔偿金额过高。埃克森美孚公司被要求支付阿拉巴马州119亿美元，因为该州声称埃克森美孚公司未能到期足额支付莫比尔湾（Mobile Bay）天然气田的租赁费用。另一起阿拉巴马州的案件导致泰森鲜肉公司（Tyson Fresh Meats）支付12.8亿美元罚金，因为它在远期市场上而非现货市场上买牛。原告声称，这种做法导致养牛人面临牛售价下降的不利局面，是反竞争的，违反了《1921年畜牧工人及畜牧场行为法案》（*Packers and Stockyards Act of* 1921）。原告认为，市场上已经出现买方垄断，意味着一家公司有足够的市场力量压低供应商价格；这同正常垄断相反，正常的垄断是寻求提高销售价格。审判法官未能认定陪审团的裁决。泰森公司还面临其他问题。SEC正在调查该公司未披

露的、向其退休首席执行官唐纳德·泰森（Donald Tyson）支付的170万美元激励薪酬，包括使用公务飞机等。唐纳德·泰森在外部董事质疑该薪酬时，退回了这些款项。泰森公司和唐纳德·泰森同意支付170万美元来解决SEC对其未披露上述行为的指控。SEC指出，薪酬远远高于原来披露的数额，总计300万美元，还包括剧院门票、首饰、艺术品、东方地毯以及家庭和朋友使用公务机、昂贵的度假屋等，还有8.4万美元的草坪护理费。唐纳德·泰森对人并不吝啬。SEC提出指控不久，泰森还向阿肯色大学捐赠了760万美元。

汽车行业也感觉到检察官们的皮鞭。福特汽车公司因其SUV探险家车型安装有缺陷的火石（Firestone）轮胎，造成翻车和270名乘客死亡而被起诉，公司支付5 150万美元罚金。总检察官们用上述一半以上的罚金策划了一个广告宣传活动。在广告中，一头毛茸茸的怪物警告年轻司机驾驶SUV有危险。高速公路安全保险学会（Insurance Institute for Highway Safety）称该广告“完全是在浪费金钱”。具有讽刺意味的是，普利斯通公司（Bridgestone）为这些问题轮胎赔偿了福特公司2.4亿美元。

第四部分
复苏和改革

第10章 市场复苏

第1节　经济形势

人口变化和金融

具有讽刺意味的是，在20世纪90年代，当几乎每一个市场参与者设法规避全面披露制度的时候，整个国家正经历着史无前例的繁荣。甚至在泡沫破灭之后，也没有出现20世纪30年代那样的大萧条。尽管经历了股票市场崩溃、格林斯潘令市场瘫痪的升息、不可思议的恐怖袭击、阿富汗和伊拉克战争以及一系列会计丑闻，但随着而来的衰退却是历史上最温和的。事实上，2004年的数据让人怀疑是否出现了衰退，因为根据标准定义，衰退特指连续两个季度GDP下降。2001年的确经历了两个季度GDP下降，但并非是连续两个季度。

甚至那些坚持认为衰退出现的人也承认，经济下滑要比最初预期的平缓很多。汽车和其他耐用消费品支出在2001年第四季度达到了15年新高。那个季度经济的确在增长，年增长率为0.2%，但至少不是衰退。此前十年，金融市场下跌，但美国人的资产增长了20万亿美元。衰退期，房地产市场在膨胀。上涨的房价和巨大的销售量甚至让人担心是否引起了房地产泡沫。2000

年新房建筑速度达到了 1986 年以来的最快。在低利率时代，抵押再融资成为一个成长型行业。抵押再融资降低了数百万房屋所有人的成本，解放了冻结的资金，用于经济中的其他方面。银行和一些在线公司通过提供快捷的申请程序和较低的利率，向消费者提供上述贷款。2002 年住房抵押贷款（二级抵押）达到了 1 万亿美元，较前一年增长了 20%。

安然公司丑闻的确对经济产生了一些影响。企业经营者的责任保险费率显著提高。安然公司倒闭和其他大型公司的信贷问题，导致了商业票据的挤兑，使相关市场缩水数千亿美元。摩根大通公司带头向无法在商业票据市场融资的企业提供资金支持。但这是一件危险的事情，因为无法在商业票据市场融资是公司破产的一个信号。更严重的是，2001 年公司税后利润下降 15.9%，是第二次世界大战之后的最大降幅。2001 年和 2002 年居民收入下降，这也是第二次世界大战之后的首次。2002 年，居民收入下降 5.7 个百分点，从 2000 年的 6.35 万亿美元降至 6 万亿美元。2002 年，收入前 95% 的美国人人均收入仅 15 万美元，较 2001 年下跌了约 3 000 美元。后 5% 的人均收入从 18 256 美元降低至 17915 美元。2002 年，收入超过 10 万美元的美国人数量也在下降。

健康保险费用在增加，因此很多雇主减小了提供保险的覆盖范围。2003 年，没有健康保险的人数达到 4 360 万人，占总人口的 15%，其中很多是年轻人，他们不愿支付健康保险的费用。没有确切的数据显示，这些人中有多少被正常的医疗救助拒绝。也没有数据显示，自保是否比商业保险更昂贵。

21 世纪初，在 35 ~ 64 岁的美国人中，年收入低于 3 万美元的约占 48%，低于 1.5 万美元的约占 25%。这些生活在贫困中的人数占比从 2001 年的 11.7% 增长到 2002 年的 12.1%，再到 2003 年的 12.5%。这意味着 2002 年美国贫困人口有 3 460 万人，较前一年增加了 170 万人。美国最贫困家庭年均收入为 14 232 美元，而最富有家庭年均收入为 15 5527 美元。这一数据有一定误导性。当我们在收入数据中去掉移民时，他们通常位于社会底部，上述美国贫富差距会缩小。美国家庭收入覆盖的人口数量在减少。当前，家庭收入平均覆盖 2.6 人，而 25 年前是 4 人。同时，收入数据也体现了不平等。例如，

21世纪黑人家庭平均净收入是6 100美元，而白人家庭是67 000美元。少数族裔家庭拥有自有住房的比例刚过50%，而美国总体房屋拥有量则达到70%。

贫困的概念也在发生变化。研究显示，超过40%的穷人拥有自己的住房，其中很多配备了中央取暖设备、空调、洗衣机、烘干机，至少有一部汽车（70%的穷人拥有），绝大多数有彩色电视和录像机。一本题为《发展的悖论》（*The Progress Paradox*）的书详细介绍了近几代人生活的进步，比较当代穷人和前几代穷人的生活差异。由病致死的人数大幅减少或基本消失，当代很多穷人的生活条件甚至是早些年中产阶级梦想的生活。但是，很多美国人还不满意自己的生活，总是认为自己受到不公平待遇。[①]

过去40年，成年人平均身高增加了一英寸，体重增加了25磅。这反映出一个事实，甚至是美国穷人面临的健康威胁都是20世纪初人们难以想象的。饥饿是传统上用来衡量贫困的指标，但21世纪开始出现相反的情况，饮食过量危害着社会。数据显示，约64%的美国人超重；超过1/15的成年美国人肥胖，肥胖的定义是他们超重100磅以上。研究发现，阿肯色州公立学校中38%的学生超重。肥胖导致的健康问题，已经成为21世纪美国第二大致病因素。其中，穷人尤其如此。也可以说，他们把自己吃死了。

经济情况

2001年第四季度，能源价格大幅下降。这是因为能源产量增加和美国天气温和的原因。为制止价格下降，石油输出国组织每天削减产量150万桶。2002年1月30日，联邦储备委员会宣布将继续维持市场崩溃后引入的低利率水平。当月，标准普尔500指数和道琼斯工业平均数比12月最低值上涨了约20%。尽管道琼斯指数在2002年2月14日反弹至10 000点，但因为安然事件，2月市场依然疲弱，交易萎缩。美国主要股票交易所中20%的股票较年初价格下降了2/3。

---

① Gregg Easterbrook, *The Progress Paradox: How Life Gets Better While People Feel Worse.*

布什总统只得面对一个衰退的经济。所有商品，从电脑到汽车，销售量都在下降。同时在下降的还有资本性支出、公司利润、消费者信心、个人收入和就业岗位，而存货数量在上升。纳斯达克指数较前一年下跌了62%。总统完全知道经济衰退将会带来政治危险：尽管他的父亲因为将萨达姆·侯赛因（Saddam Hussein）驱逐出科威特而闻名，却终因经济衰退而被击败。这位新总统决心避免这些阻碍自己四年后再次当选的障碍，但经济刺激计划在国会因党派相争而被搁置。经过努力，一项向农民提供巨额补贴的法案在国会得到通过，以支持农产品价格。该法案决定，未来几年向农民提供1 800亿美元补贴，扭转了此前国会减少农业补贴的做法。

布什总统在德克萨斯州奥斯汀（Austin, Texas）召集了一次经济会议，推行减税政策。会议刚结束，联邦储备委员会即宣布经济进入困难时期，面临严重衰退。于是，布什总统将经济复苏政策聚焦在减税政策上。他曾在竞选期间同民主党候选人、副总统艾尔·戈尔（Al Gore）在减税问题上出现过争论。戈尔希望平衡预算，聚焦偿还国家债务而非减税。民主党人表示，最富有的1%的纳税人是布什减税政策的真正受益者。共和党人则批评民主党人企图用税收“敲富人竹杠”，指控大萧条时期充斥着富兰克林·罗斯福的时代阶级斗争。

尽管戈尔和民主党人士宣称富有人群没有支付与他们收入成比例的税赋，但统计数据显示，税收负担已经转移到富有人群身上。2000年，最富有的1%的纳税人贡献了37.4%的联邦税收收入，而1991年该比例只有25%。这些1%的最富有人群调整后的年收入是31.3万美元，占全体人群的21%。另一项调查显示，最富有5%的纳税人，收入占比为34%，而缴纳税收占比却达55%。最富有的10%的纳税人，收入占比为44.9%，纳税占比为66.5%。其中，最富有的10%的纳税人指2002年收入达8.1万美元以上。沿着收入链向下看，最富有的25%的纳税人缴税比例达84%。这部分人年收入达5.5万美元以上。最富有的50%的纳税人收入占比为86.8%，缴税占比为96%。另一半贫穷的人收入占比为13.2%，而纳税占比只有4%。1998年，有孩子且收入低于1万美元的家庭无须缴纳收入税。

经济下行促使布什政府提出总值 1.6 万亿美元的减税政策，但仍面临一些障碍。民主党人反对减税政策，他们不断宣称减税将导致巨额财政赤字，主要使有钱人受益。有意思的是，在 20 世纪 60 年代肯尼迪总统试图推行减税政策时，民主党和共和党人士的立场恰好与现在相反。肯尼迪总统否认减税会带来赤字和通胀的说法。他说，在长期增加收入的最有效方法是现在减税。而那个时代的共和党人担心不保障预算平衡的减税，“在道德和财政上都是错误的”。①

在布什当选总统之前，共和党对参议院的控制权是 55 比 45。但这一优势在 2000 年总统竞选中被削弱了；更在 2001 年 5 月参议员詹姆斯·杰福兹（James Jeffords）败给民主党人之后，共和党就失去了对参议院的控制。尽管杰福兹失败了，总统还是兑现了减税的竞选承诺。在一些民主党人士的支持下，共和党在 2001 年 6 月推动通过缩水版的减税计划。该计划拟减税 1.35 万亿美元，但在若干年内完成，这就削弱了减税政策对经济增长的即时效应。收入税削减在 2006 年终止。房地产税削减在 2010 年终止，2011 年起满额征收。每个家庭当即收到 600 美元的退税。尽管存款利率为负，但美国人还是将很大一部分退税存了起来，这也削弱了减税对经济的刺激作用。

布什总统避免了罗斯福新政中的一些错误，如没有增税。但他给美国生产商提供了不必要的保护，即通过小型“斯穆特—霍利”（Smoot - Hawley）的保护手段阻碍钢铁进口。布什的这一“例外条款”（escape clause）使得未来几年钢铁价格上涨了 30%，导致美国消费者损失 6.8 亿美元。有批评指出，钢铁价格上涨导致美国损失 20 万个就业岗位。世界贸易组织裁定布什总统的做法违反了世界贸易组织规则，允许欧盟向美国出口欧盟商品施加价值 20 亿美元的惩罚措施。面对这一局面，布什总统只好放弃高关税。

增长的资本

筹集资本的工作仍在进行。雀巢公司（Nestlé）的美国子公司 U. S. Eye-

---

① Robert Dallek, *An Unfinished Life: John F. Kennedy 1917—1963*, p. 583.

care 在 2002 年 3 月公开发售股票，融资 23 亿美元。服装零售商 Aeropostale 在 5 月 IPO，成为热点事件。该公司股票在交易首日涨幅超过 50%。该公司曾经属于梅西百货，后来在 1998 年被卖给贝尔斯登（Bear Stearns）。当年 4 月，时代华纳公司（Time Warner Inc.）销售 60 亿美元的国际债券，比最初计划还多卖出 20 亿美元。

2002 年第一季度经济增长 6.1%。制造业和建筑业支出呈增加趋势，生产率也以 20 年最快的速度提高，但数据显示复苏正在放缓，一些警觉的人（错误地）宣称，衰退远比之前想象的深得多。直到 2002 年 3 月消费者信心指数出现快速增长后，这种担忧才稍微减轻了些。

布什政府向美国铁路公司（Amtrak）提供紧急融资 1 亿美元，避免了该公司倒闭。2002 年夏初时，美国政府接近债务上限。布什总统警告说，除非提高债务上限，否则国债将出现违约。此前在 1995 年达到债务上限时，财政部向政府职工养老金借款 400 亿美元，引起巨大恐慌。2002 年 5 月 16 日，财政部重复这一做法，向联邦雇员退休系统（Federal Employees Retirement System）下的政府证券基金（Government Securities Fund）借款 420 亿美元，还向行政人员退休和残疾基金（Civil Service Retirement and Disability Fund）借款 20 亿美元。

经济事件和反恐战争持续影响投资者信心，股票市场在 4 月继续震荡。4 月 8 日，道琼斯指数达到 10 249 点。交易量下降，指数有时一天下降超过 500 点。黄金价格自 1997 年 10 月起上涨，但从 2002 年 6 月起开始下跌。2002 年 6 月 6 日，金价以 332.10 美元收盘。

6 月，股票市场继续下跌。标准普尔 500 指数跌至 2001 年 9 月 27 日以来的最低点，但仍比 9 月 21 日"9·11"恐怖袭击之后首个交易日的谷底高出 5%。纳斯达克 100 指数也跌至 2001 年 9 月以来的最低点。该指数在此前 6 个月下跌了 36%。纳斯达克市场较其 2000 年高点下跌了 72%，缩水 4 万亿美元。道琼斯指数略微好些，较 2000 年高点下跌 22%。

2002 年 7 月 1 日，纳斯达克指数位于 1 400 点，是 5 年来的最低值。纳斯达克开始紧缩开支，放弃在欧洲和日本参与风险投资的计划。7 月 8 日那一

周，道琼斯指数下跌近700点，除周四外其余每天下跌幅度均超过100点。7月11日，道琼斯指数8 813.5点，是从2000年1月14日11 722.98高点跌落的。标准普尔指数下跌至927.37点。它的最高值是2000年3月24日的1 527.46点。纳斯达克综合指数从2000年3月10日的高点5 400.62跌至2002年7月11日的1 374.43。欧洲市场也在下跌。巴黎CAC40指数下跌24%，法兰克福Xetra DAX指数下跌了20.5%。

2002年7月15日，道琼斯指数首先下跌439.66点，后来在1个半小时之内上涨400点。7月19日开始的那一周是道琼斯指数1987年股灾之后表现最糟糕的一周。7月19日，道琼斯指数下跌到8 019.26点，而当天纽约证券交易所交易量达到26.3亿股，成为纽约证券交易所历史上交易量最大的一天。这两周，股票市场缩水1.41万亿美元。7月22日，道琼斯指数跌至7 784.58点，将平均值带到1998年10月以来的最低。这一天的交易量也达到有史以来第四的位置。24日，道琼斯指数跌至7 702.34点，25日又慢慢爬升488.96点。而且纽约证券交易所25日交易量达到27.7亿股，再次创下新的纪录。这一时期，增加市场波动性的原因包括计算机程序化交易。这种交易当时已经成为市场主流，贡献了纽约证券交易所51%的交易量。

传染的贪婪

2002年7月，格林斯潘在国会作证时表示，“传染的贪婪”正在侵蚀美国的公司。但他同时确信美国经济仍在复苏。8月7日，5年期政府债券收益率降到历史最低点。这对政府来说是个好消息，因为财政赤字正不断增加。7月10日，财政部发行了10年期通货膨胀保护证券（Treasury Inflation Protected Securities，TIPS），融资90亿美元。该证券的收益率同消费价格指数（Consumer Price Index，CPI）挂钩。此前，这类证券共出售1 250亿美元。

7月29日，股票市场大幅反弹。道琼斯指数上涨447点，收于8 711.8点。这是四天来该指数第二次大幅上涨，也是1933年以来涨幅最大的一次。尽管这样，该指数仍比2000年1月最高点差26%。四天之内，指数上涨1 009.54点，但震荡还在继续。8月1日，指数下跌229.97点，收于8 506.62

点。2 日继续下跌 193.49 点至 8 313.13 点。指数于 5 日再次下跌 269.50 点，但 6 日收复 230.46 点。7 日，指数继续上涨 182.06 点，收于 8 456.15 点。8 日，上涨 250 余点，连续第三天保持 3 位数的增幅。三天增幅合计接近 670 点，上涨超过 8%，是 1987 年以来涨幅最大的三天。8 月 19 日，一周市场继续波动，但道琼斯指数于 23 日周五上涨到 9 000 点以上。这是 7 月 9 日首次收盘价高于 9 000 点。但 9 月 3 日，指数又下跌 355.45 点至 8 408.05 点。9 月 12 日，指数下跌 200 多点，收盘至 8 379.41 点。

航空公司面临亏损。全美航空公司（US Airways）宣布破产，美国航空公司（American Airlines）表示将裁员 7 000 人。西北航空公司（Northwest Airlines）披露养老金亏空 30 亿美元。美国联合航空公司（United Airlines）的养老金也存在亏空。该养老金在 2000 年 1 月时还是 100% 足额，但股票市场的下跌和债券市场低利率导致出现亏空。美联航预测，它得在 2008 年之前补充 42 亿美元。养老金保付公司（Pension Benefit Guaranty Corporation，PBGC）于 2005 年承担了美联航养老金 98 亿美元的损失。美联航承诺以债券和优先股的形式向政府缴纳 15 亿美元，但该公司 2005 年第一季度仍亏损 11 亿美元。因此，养老金保付公司只能以股权为条件来收购公司养老金。但该行为招致人们对政府插足公司管理的担忧。达美航空公司（Delta Airlines）也披露了 31.5 亿美元养老金亏损。据统计，美国航空业养老金亏空达 210 亿美元。对于美国所有公司，养老金保付公司面临的总亏空达 1 000 亿美元，其中多数集中在汽车行业。另一项巨额亏空是多雇主养老金计划（multiemployer - defined benefit plans），2005 年初该类基金亏空达 1 500 亿美元。

混杂的信号

2002 年 9 月，道琼斯指数继续下跌。9 月 19 日星期四，指数下跌到 8 000 点以下，较年初下跌超过 20%。9 月 24 日，纳斯达克指数也下跌到 1 184.93 点，是 6 年来的最低点。9 月 27 日，道琼斯指数下跌 295.67 点，30 日跌到 7 591.93点达到了 4 年的最低。2002 年第三季度市场情况是 1987 年以来的最差。市场的下跌和波动吓坏了投资者。2002 年 8 月，投资者从美国股票市场

共撤走资金500亿美元，是有史以来单月最大值。

线上交易也在下跌，到2002年春天降幅已超过25%。20世纪90年代市场高涨时，日内交易者（day traders）数量超过40万人，而到2002年秋天，这类投资者的数量降到了7 500人。线上交易商Ameritrade希望以12.9亿美元的价格收购另一家线上交易商Datek Online Holdings Corporation，从而组成市场上最大的线上交易商。一些大的日内交易公司同意向SEC支付7 000万美元罚金，以解决对它们操纵纳斯达克股票市场的起诉。其中，戴克（Datek）公司支付了2 250万美元。

在线债券交易受到冷遇。其中一家公司叫作库斯（J. W. Kurth），经营网站Shop4Bonds. com。通用汽车金融公司（General Motors Acceptance Corp.）通过各种交易商向投资者出售债券。一家新在线交易商期权快线（OptionsXpress）将业务集中于期权交易。它从2001年起步，到2003年就拥有客户7万人，营业收入为5 000万美元。

摩根士丹利2002年4月成功发行短期债券，融资73亿美元。但它连续6个季度亏损，2002年全球承销量仅为3.9万亿美元，较2001年的4.1万亿下降了5.1%。承销收入更是大幅下降。美国第七大银行富利波士顿金融公司（FleetBoston Financial Corp.）因一笔杠杆收购失败关闭了旗下投资银行罗伯逊·斯蒂芬斯（Robertson Stephens）。这家投资银行位于旧金山，是太阳微机系统公司（Sun Microsystems）和电子交易集团（E * Trade Group）的IPO承销商，也是20世纪末互联网经济IPO承销商中的佼佼者。

在日本的操作

2001年，日本最主要的交易商野村证券（Nomura Securities）在承销日本股票方面落后花旗集团；但美国公司在向日本个人投资者销售股票方面存在困难。美林公司买下日本山一证券（Yamaichi Securities），但因其2001年在日本的业务亏损5亿美元而又卖出。嘉信理财公司（Charles Schwab）希望同一家日本保险公司合资成立互联网交易平台，以向日本引进折扣经济商的做法，最后也放弃了。DLJ直消、电子交易和货币网（DLJ - Direct、E * Trade

和 Monex）这几家在线交易商仍在日本经营。

日本的经济形势令人担忧。2002 年 2 月，日经 225 指数跌至道琼斯指数以下，这是 45 年以来首次，也是该指数 18 年以来最低值。6 月，穆迪公司下调日本主权信用评级两个等级。9 月，日本银行宣布购买日本银行持有的股票。这一计划被认为是用来提振日本公司，同时帮助受困的日本银行业。但却导致投资者对日本政府丧失信心，政府无法发行 10 年期债券。2002 年，日本最大的八家银行损失 400 亿美元。其中，瑞穗银行（Mizuho）损失 200 亿美元，创下日本的纪录。瑞穗银行兼并了富士银行（Fuji Bank）、第一劝业银行（Dai - Ichi Kangyo）和日本工业银行（Industrial Bank of Japan），是全球最大银行，拥有资本 1.2 万亿美元。2003 年第三季度，瑞穗银行再次损失 165 亿美元。

一家对冲基金 Whistlewood 购买日本陷于困境的资产。这家对冲基金由蒂姆·柯林斯（Tim Collins）管理，是一家拥有 40 亿美元资产的私人权益基金。在日本，有很多受困资产可以购买。这家对冲基金 1999 年购买了日本长期信贷银行（Long Term Credit Bank of Japan），更名为新生银行（Shinsei Bank）后再次公开发行股票。Whistlewood 还以 22 亿美元的价格购买了日本电信（Japan Telecom）。日本的利率降到零以下，经济形势到 2003 年的确出现好转。2003 年第三季度经济增长 3.9%，到年末股票市场也上涨 40%。美国投资银行在日本的操作遇到很多困难，但没有阻止它们进入中国市场。高盛集团、摩根士丹利在中国成立合资公司，美林公司紧随其后。

银行业和保险业

2002 年，美洲银行新增账户 50 万余个，在 21 个州拥有 2 800 万名客户和 4 226 个分支机构。美洲银行引进“周六银行”，其他银行也很快进行模仿。联邦政府限制次级信用卡业务，增加这类信用卡的贷款损失拨备，改变其营销方式，以限制其增长。第一联合抵押公司（First Alliance Mortgage Corp.）同意支付 6 000 万美元罚金，以了结联邦贸易委员会（Federal Trade Commission）对其掠夺性贷款的起诉。涉案贷款发放给 18 000 个个体，向借款人收

取高额费用和利息。

2002年，美国收购兼并行为下降了，落后于欧洲公司。2000年，美国并购交易达1.7万亿美元。2002年前六个月并购交易仅4 000万亿美元，是近年来的最低数量。但是，2002年中有一些大额交易。2002年1月22日，Willamette被Weyerhauser以61.1亿美元收购。Northrop以78亿美元恶意收购了TRW公司。Northrop最初报价是59亿美元。

2002年4月，Gruntal金融公司宣布它被新泽西州一家交易商雷因贝克公司（Ryan, Beck & Co.）收购了。这家交易商是新泽西州大西洋银行（Bank Atlantic Bancorp）的子公司。Gruntal金融公司成立于122年前。20世纪末，放松并最终取消银行成立分支机构的限制，以及取消《格拉斯—斯蒂格尔法案》（Glass – Steagall）对商业银行从事投资银行业务的限制，导致全国性银行和金融混业经营的出现。国民银行（Nations Bank）和美洲银行的合并是全国性银行的实例，而花旗集团和美邦证券公司（Smith Barney）、旅行者保险公司（Travelers Insurance）的合并则是金融混业经营的例子。J. P. 摩根（J. P. Morgan）和大通·曼哈顿（Chase Manhattan）公司合并，使混业经营更进了一步。金融业变回了20世纪20年代的情况，商业银行可以从事投资银行业务。摩根士丹利和迪恩·威特（Dean Witter）公司合并之后仍保持投资银行。兼并收购保障不会出现大萧条时期的银行业危机。当时对于分支机构的限制导致银行过小，资本金过少，不足以抵御经济下滑。加拿大没有对银行分支机构的限制，因而在20世纪30年代没有出现银行倒闭，而当时美国倒闭了数以千计的银行。

银行业继续进军保险业。北卡罗来纳州银行BBT收购了70余家保险公司。尽管《格雷姆—里奇—比利雷法案》（Gramm – Leach – Bliley Act）允许银行购买保险公司业务，但银行业最初并不感兴趣。当银行和证券公司威胁保险业时，很多大型人寿保险公司进行股份化改造，转变为全业务金融公司。进行股份化改造的保险公司包括纽约的公平人寿（Equitable）、大都会人寿（MetLife）和互惠人寿（Mutual Life Insurance Company）等。1862年成立并以伟大的爱国者命名的约翰·汉库克保险公司（John Hancock Insurance Compa-

ny）于2000年进行股份化改造，更名为约翰·汉库克金融服务公司（John Hancock Financial Services Inc.）。这家公司以17亿美元出售，2003年9月被加拿大保险公司宏利保险（Manulife）以双倍的价格收购。

保德信金融公司（Prudential Financial）进行了成功的IPO，实现股份化。通过IPO，该公司融资30亿美元。花旗集团通过IPO出售公司20%的股票，分拆了旅行者保险公司的财产和死亡险业务，融资超过40亿美元。这类股份化改造的过程同20世纪初监管者的立法工作正好相反。当时，纽约州立法委员会（阿姆斯特朗委员会，Armstrong Committee）由于控股股东詹姆斯·海德（James Hyde）控制权过大，要求公平人寿改制为互助型企业，减少海德的控制。该委员会还做了其他类似的事情。约翰汉库克公司的首席执行官大卫·亚历山德罗（David F. D'Alessandro）在公司股份制改造之后获得2 170万美元，尽管那时公司股价已下跌32%。2 170万美元是公司被原有股东持有时他收入的7倍。

安瑟姆（Anthem）保险公司花164亿美元收购优点（WellPoint）保险公司，造就了美国最大的医疗费用管理公司（managed care firm）。优点保险公司的高管由于合并获得2亿美元补偿。公司董事长兼首席执行官获得其中8 200万美元，导致加利福尼亚州公共雇员养老系统（California Public Employees Retirement System，Calpers）反对这项并购，还引发州官员对该公司的攻击。当同该并购交易有利益关联的加州医疗费用管理部（California Department of Managed Health Care）表示支持交易时，加利福尼亚州保险业专员约翰·加拉门迪（John Garamendi）抓住这一机会，公开宣布不支持该并购交易。安瑟姆保险公司因此被迫向各种州立项目支付2 650万美元。这引起其他州模仿，其中包括佐治亚州保险业专员约翰·奥克森丁（John Oxendine）。他收回此前对安瑟姆保险公司收购行为的支持，收取1.26亿美元，用于佐治亚州农村医疗事务。

北卡罗来纳州的健康保险公司蓝十字蓝盾公司（Blue Cross and Blue Shield）试图从互助型公司转型为盈利型公司。2002年2月，保德信公司出售权益部6.75%的股票，标价6.9亿美元。承销工作由高盛公司牵头。不久，

保德信公开发售股票1.265亿股，融资34亿美元。这笔钱对保德信很重要，因为一陪审团就该公司证券销售判罚2.5亿美元。

保德信公司以12.7亿美元购买了瑞典保险公司瑞泰保险（Skandia Insurance）的可变年金业务。2003年初，保德信公司同美联银行（Wachovia bank）合并双方旗下证券经纪业务。美联银行拥有62%的股权，保德信拥有余下的38%。这一合并使两公司拥有经纪人12 500人，仅低于美林公司的14 000人、花旗美邦集团的12 699人和摩根士丹利的12 546人。2004年9月，保德信公司和美联银行的合并出现了问题，一项新的联合计算机系统投入运营但故障了很多天。

保险公司管理着超过30亿美元的石棉和其他索赔，人寿保险公司受市场下跌影响很大。信用评级公司下调了一些大型保险公司的信用等级。被降级的公司包括大都会保险、哈特福德人寿保险公司（Hartford Life）、安盛保险公司（Guardian）、杰斐逊人寿保险公司（Jefferson Pilot）和制造商保险公司（Manufacturers Life）。2003年，安盛保险公司（AXA SA）试图购买曼尼（MONY）保险公司，但遇到一些股东抵制。安盛公司只好提高买价。曼尼保险公司的管理层因并购交易获得9亿美元，但由于股东抵制只好放弃其中的700万美元。安盛公司通过发行可转换债券为这项交易融资。如果交易失败，可转换债券将以现金和利益的模式支付。如果交易成功，有关债券可以转变为安盛公司股票，获得大额利润。旅行者保险公司和圣保罗保险公司（St. Paul）同意合并，定价154亿美元。这时的旅行者保险公司由花旗公司收购后又分拆出的财产和死亡险业务组成。联合健康保险公司（United Health）收购了中大西洋保险公司（Mid Atlantic）。

对奴隶制的赔款

2000年，一些保险公司仍旧向黑人收取更高的保险费。在20世纪60年代，因为寿命的差别，黑人的保险费率比白人高25%。在民权运动人士的抵制下，这一不公平的待遇被逐步取消了。但一些保险公司没有在现存保险合同中减少这笔费用，直到2000年还存在。芝加哥、底特律、费城和洛杉矶颁

布法令，要求同这些城市签署合同的公司披露他们在内战前同奴隶制关联的情况。雷曼兄弟公司只得披露其中一位创始人是奴隶主。摩根大通公司披露同路易斯安纳公民银行（Citizens Bank of Louisiana）有实质联系，而该银行接受奴隶作为贷款抵押。

保险公司和其他金融机构被要求补偿过去犯下的罪。法庭起诉涉及富利波士顿金融公司、安特纳 CSX（Aetna and CSX）公司、纽约人寿保险公司（New York Life Insurance Company）、雷曼兄弟、诺福克南方铁路公司（Norfolk Southern Railway）、利格特烟草公司（Liggett）和伦敦的劳合社等，要求它们为在内战前雇用奴隶的行为赔款。有人援引先例，第二次世界大战中 8 万名日裔美国人被拘留，后得到赔付 16 亿美元；德国也向第二次世界大战中的奴隶支付赔款。

关于内战前奴隶制的案件要求那些在历史上曾因奴隶制而获利公司的对造成的损害给予赔偿。这些索赔应计入货币的时间价值，即那时的 1 美元相当于现在的 40 万美元以上。有批评意见认为，这样的损害赔偿难以被证实，也不易找到奴隶的后代。纽约人寿保险公司，内战前叫作鹦鹉螺保险公司（Nautilus Insurance Company），被起诉给奴隶的生命提供保险。一个弗吉尼亚州奴隶主以 5. 81 美元的保费给奴隶投了 412 美元的保险，而当前有关保费约为 8 800 美元。一些大的报纸也被指控刊登逃跑奴隶被捉回的广告。富利波士顿金融公司最早是 1791 年成立的普罗维登斯银行（Providence Bank）。它因为在成立时被奴隶贸易商约翰·布朗（John Brown）控制而受到起诉。雷曼兄弟因家庭成员拥有奴隶而被起诉。布朗兄弟因为向种植园主发放贷款、在贷款违约时执行不利于奴隶的判决而被起诉。很多公路公司因使用奴隶建造公路也被起诉。纺织品制造商西点·史蒂文斯（Westpoint Stevens）被起诉向奴隶主提供粗糙的衣物供奴隶穿着。芝加哥的一位联邦法官拒绝支持这些赔款要求。第二次世界大战大屠杀受难者运气好一些，在起诉瑞士银行业持有从犹太人处掠夺资产过程中得到支持。前美联储主席保罗·沃尔克为该案件谈判出 12. 5 亿美元的赔付金。

股票市场的反应

2002年秋，封锁西海岸工会的行为每天需花费10亿美元。布什总统动议通过根据《塔夫脱—哈特利法案》（*Taft - Hartley Act*）的禁令程序停止这一行动。这是《塔夫脱—哈特利法案》二十四年来第一次如此使用。2002年9月，公司债券违约达到创纪录的1 400亿美元。在这一时期，有50只债券被降级，从投资级降到了垃圾级。

2002年10月1日，道琼斯指数上涨346.86点；但再次回落，10月2日交易收盘时跌至7 755.61点。10月8日，道琼斯收盘于7 501.49点。美林证券宣布不再为在纳斯达克交易的70%的小股票提供做市商服务。它将继续提供服务的仅约2 400只股票。10月9日，道琼斯指数跌至7 286.27点，较两年前高位下跌了38%，标志着自1974年以来最糟糕的熊市。标准普尔500指数几乎下跌了一半，成为自20世纪30年代以来最糟糕的熊市。

10月10日星期四和11日星期五，道琼斯指数经历了上涨，收于7 850.29点。单星期五就上涨了316点。股市在10月15日星期二再次攀升。在10月19日结束的七天内，道琼斯指数经历了过去三十年间最大的七天反弹。10月21日，道琼斯指数达到8 538.24点。到这时，投资者已经收复了自泡沫破裂以来损失的7.4万亿美元资产中的2.2万亿美元。为提振市场，联邦储备委员会于11月6日将联邦基金利率下调0.05个百分点至1.25%，成为几十年来的最低水平。

2002年12月，工业产出下降0.2%。全年产量增长不到1%，是1983年以来的最低。贸易赤字正在扩大。然而，该年第四季度经济增速为0.7%，住房市场依然强劲，即使此时正面临股市不景气。2002年的低利率政策转变为高房屋销售率。这一年，新房销售创下了纪录。30年固定利率抵押贷款的平均利率仅为6.07%。一个新建住房的平均价格是218 900美元，年内增长5.8%。美国人的储蓄水平继续引起关注。婴儿潮一代为退休所需的储蓄缺口预计在每年280亿~360亿美元。

2002年末，黄金每盎司351.20美元，到2003年1月22日每盎司收盘

价为360美元，成为六年新高。纽约证券交易所日交易量徘徊在每天15亿股左右。2002年12月31日，道琼斯指数收于8 341.63点，经历了1977年以来最糟糕的一年。纳斯达克股票在年内损失了近1/3的市值，下跌614.89点至1 335.51点。标准普尔500指数在年内损失了23.4%的市值，收于879.82点。

即使在市场低迷的情况下，金融证券的规模也达到惊人的数量。2002年，股票18.1万亿美元，公司贷款9.7万亿美元，公司债券4.8万亿美元。整个债券市场（包括政府债券和抵押支持证券）价值超过20万亿美元。债券市场的“买入”一方主要是投资者，通常是机构投资者；“卖出”一方主要是经纪人和从事固定收益工具的公司。债券市场还存在一些问题。2002年，全球债务违约达到创纪录的1 573亿美元，超过了2001年的1 174亿美元的历史最高水平。

2002年12月9日，美国联合航空公司宣布破产。这一灾害性事件对信用衍生品市场产生了不利影响。信用衍生品市场通过衍生产品合约为信用违约风险提供保护。虽然信用衍生产品市场没有立即遭受安然公司破产的不利影响，但是随着世通公司和其他大公司的破产，形势出现变化。信用衍生品市场在年末时交易稀少，价差巨大。针对德国大型银行德国商业银行（CommerzBank AG）每1 000万美元的信用违约保护，市场就收取14万~20万美元的费用。信用衍生品市场自1997年的1 800亿美元起步，到2002年接近2万亿美元。这个数字在2005年上升到5.44万亿美元。

汉堡连锁麦当劳公司宣布2002年第三季度亏损3.9亿美元。这是该公司37年前上市公开发行股票以来首个季度亏损。有关损失减少了麦当劳2002年的收入，但该公司后来恢复盈利，甚至增加分红。麦当劳还赢得一项要求其对美国肥胖率增加负责的诉讼。几个州通过法律来制止这种无意义的诉讼。一项集体诉讼指控麦当劳没有通知客户将使用脂肪较少的烹饪油来炸薯条，麦当劳同意支付850万美元来解决这一诉讼。炸面圈销售商和泡沫时代的热点公司卡卡圈坊（Krispy Kreme）因为报纸报道它有3 000万美元的工厂合成租赁合约（synthetic lease）而导致股票下跌10%。这种安排符合会计原则，

但被媒体描述为同安然公司使用的表外操作伎俩一样。卡卡圈坊公司解除了该项交易，并将负债转回资产负债表，但又得面对SEC就特许经营回购的会计处理调查引出的新问题。该公司披露了特许经营回购中的更多会计问题，并披露为隐瞒收益下降而夸大销售量的行为。披露后，公司的股价下跌了15%。公司解雇了首席执行官斯科特·莱文古德（Scott Livengood），替换为史蒂芬·库珀（Stephen Cooper），库珀曾在安然公司破产重组期间担任首席执行官。公司员工和投资者提出集体诉讼，表示他们被公司误导而投资该公司股票。卡卡圈坊公司宣布2004年第四季度亏损，并表示会计操纵比此前报告的更糟糕。该公司新任命外部董事组成特别委员会进行内部调查，其中一位是SEC的前总会计师迈克尔·萨顿（Michael Sutton）。这两位外部董事后来要求解雇六名高管。

餐饮业陷入重新编制租赁合同的困境中。除了卡卡圈坊公司外，受影响的餐饮公司还包括温迪公司（Wendy's International Inc.）、玩偶匣（Jack in the Box）、红苹蜜（Applebee's International）、CKE餐饮公司、达顿餐厅（Darden Restaurants）、红宝石星期二（Ruby Tuesday）餐厅和贝雷克（Brinker）餐饮公司等。该问题不断蔓延，影响到250多家公司。它们需要重新说明财务业绩和会计租赁情况。对温迪公司的另一项打击是它的一位客户安娜·阿亚拉（Anna Ayala）声称她在从加州温迪公司的外卖辣椒中咬到了一个人的手指。阿亚拉威胁起诉温迪公司。由此引发的宣传导致温迪餐厅的销售大幅下降，后来阿亚拉被逮捕，被指控企图伪造事件勒索温迪公司。康尼格拉食品公司（ConAgra Foods）因子公司在销售Chef Boyardee和Marie Callender名牌食品时编造虚假销量和虚夸利润而被起诉，公司因此支付1 400万美元罚金。公司还得重新编制会计报表，因为税务错误超过2亿美元。

汽车零部件供应商伟世通公司（Visteon Corp.）重新编制了2002年至2004年的盈利情况。陶氏化学公司（Dow Chemical）2002年第四季度的亏损8.09亿美元。多年亏损的网络公司是亚马逊公司在2002年出现了一个季度盈利。这是其历史上出现的第二个季度盈利。

第2节　新的一年——2003年

税收

2002年末，财政部部长保罗·奥尼尔（Paul O'Neill）被迫辞职。他是布什政府时期一个有争议的人物，经常因未经思考就把事情说出去而犯错。奥尼尔反对布什总统的减税政策，并因由U2乐队主唱波诺（Bono）陪同赴非洲旅行而声名大噪。奥尼尔在2004年总统选举期间进行复仇，在一本书中批评布什总统。国家经济委员会主任和白宫经济顾问劳伦斯·林谢（Lawrence Lindsey）也辞去了布什政府的职务。他曾是安然公司的顾问。

布什总统宣布计划在2003年初进一步减税。这项计划包括加速推进已批准的减税政策、取消股息税以及允许公司实行加速折旧。总统的计划预计十年内可减税670亿美元。这一计划使道琼斯指数在新一年头三天创下了纪录，但是减税立法直到2003年5月才通过。当时，参议院支持和反对票数相同，副总统理查德·切尼（Richard Cheney）投票打破了僵局。即使在国会侥幸通过了，胜利还是被削弱了，国会通过的减税幅度小于布什总统要求的数额，而且充满诡计，要求一些减税政策在期满后必须得到国会认可才能延期。

长期资本收益率大幅降至15%。政府削减边际收入税率，其中最高收入等次的边际税率降至35%。减税的实际效果是税收收入的增加，因为减税和利率降低带动投资和支出增加，促进经济增长。然而，支出超过收入。布什的减税政策虽没有取消股息税，但将股息税的税率降低到15%。债券基金分红仍按原有税率征税。这项立法的即时效应是许多已经支付股息的公司进一步提高股利率，一些公司宣布他们将首次支付股息。有一家公司不需要这样的激励。纽约银行（Bank of New York）自1785年以来每年都支付股利。卡托研究所（Cato Institute）的一项研究发现，在从2003年5月起的一年间，标普500指数的公司股息增加了330亿美元。微软开始在布什颁布减税政策后发放股息，并在2004年进一步发放特别股息320亿美元，约合每股3美元。

2003年伊始，股市继续波动。1月24日，道琼斯指数收于8 369.47点，但在月底下跌至7 945.13点。消费者信心达到1993年以来的最低水平。随着伊拉克战争临近，股市出现下跌。3月18日星期二，即总统给萨达姆·侯赛因下达了48小时离开城市最后通牒的前一天，股票市场出现大幅反弹。道琼斯指数在战争前上涨282.21点（8.4%），是二十年来同期的最大涨幅。3月21日星期五，战争真实开始，道琼斯指数下跌327.29点，但是迅速反弹，因为美国军队迅速打击伊拉克的反抗力量。国会试图向航空公司提供30亿美元补偿，因为它们的订单在与伊拉克战争中大幅下降。美国航空公司面临破产。航空公司不是唯一存在问题的行业。固特异公司（Goodyear）宣布2003年第一季度亏损11.1亿美元。

美元受到攻击。2002年7月15日，欧元的价格首次超过美元。2001年2月至2002年12月，美元相对欧元下跌了26%。这反映出美元疲软，而非欧元走强。2002年，美元相对一篮子19种其他货币下跌8.8%。然而，美元在世界各地仍然流行，甚至敌人也大笔持有。当美军解放巴格达后，人们发现萨达姆·侯赛因宫殿狗窝中的密封盒子里有数亿美元。这笔窖藏总额6.5亿美元，全部是按顺序编号的百元纸币。这批货币曾因财政部“扩大库存盘点”（Extended Custodial Inventory）项目运往三家银行，旨在监测和控制美国纸币的国际分布，但项目显然需要改进。萨达姆·侯赛因后来被捕时的一个隐蔽洞中另有大笔美元。

2003年5月底，由于经济强劲增长，股市出现上涨。5月30日，道琼斯指数8 850.26点，6月4日收盘于9 000点以上，是上一年8月以来的首次。6月16日，指数达到9 318.96点。国债收益率达到45年来的最低水平。30年抵押贷款利率下降到5.54%，成为40多年来的最低。但是，所有者权益与个人住宅的居住价值的比率在创纪录的低水平，这表明消费者正在利用他们的住宅制造杠杆。

2003年5月，美国的通货膨胀率达到37年来的最低。联邦储备委员会在6月27日再次降息。这次降息幅度25个基点，利率降至1%，是45年内最低水平，也是联邦储备委员会自2001年1月3日起的第13次降息。两年半的时

间内，利率从6.5%降至1%。那些降息并非没有成本。截至2003年7月的三个月内，债券亏损是自1927年以来的最差情况。市场低迷的影响一直持续。失业率达到6.4%，是1994年以来的最高水平。企业丑闻被认为是经济不稳定的原因。

交易场所

2002年10月2日，当一笔400万美元卖出标准普尔500指数股票的订单被错误地输入为卖出40亿美元后，纽约证券交易所被迫中断。该订单在注入6.22亿美元后被取消。这不是唯一的重大错误。类似事件被称作“胖手指”综合征（“fat finger” syndrome）。UBS Warburg公司一名交易员将“以61万日元每股的价格卖出日本电通公司（Dentsu）16股”的指令，错误地输成“以16日元的价格卖出1万股”，导致UBS Warburg损失数百万美元。计算机对有关交易提出质疑并发出信号，但被该交易员忽视了。2004年，雷曼兄弟错把维亚康姆公司（Viacom Inc.）股票多卖出10亿美元；摩根士丹利交易员错误输入一个比他预想多数十亿美元的指令，导致罗素2000指数（Russell 2000 index）上涨2.8%。2003年12月5日，科林斯学院（Corinthian Colleges）的股票因错误指令在8分钟内下跌32%。为此，纳斯达克暂时停止交易，取消了这8分钟之内的数百次交易。其间，电子交易网络（Electronic Communication Network，ECN）短暂暂停交易，但在纳斯达克停牌之前又允许交易该股票，引起各方抱怨。

纽约一家电子通信网络Island被Instinet集团的母公司路透社（Reuters PLC）以5亿美元收购。Island和Instinet合并，在Instinet被卖给纳斯达克之前，两公司合并后占纳斯达克上市股票交易量的22%。嘉信理财、富达投资（Fidelity Investments）、DLJ直投（DLJ direct）以及斯庇尔—里德斯 & 科洛格（Spear，Leeds & Kellogg）等共同开发了市场XT（Market XT）平台。该平台为纽约证券交易所和纳斯达克200家最大的股票提供夜间交易。桥梁交易（Bridge Trader）平台允许互联网机构订单信息接入，被允许的订单通过交易网络转到多个经纪商。这一信息系统提供报价，监视列表和订单簿等数据。

在宣布其与纽约证券交易所合并之前，阿克帕拉里（Archipelago）公司运营着最大的电子交易网络阿克特快网（ArcaEx），并以5 000万美元购买了太平洋交易所（Pacific Exchange）。

投资银行卡特尔·费兹戈雷德（Cantor Fitzgerald）从在世界贸易中心受攻击的毁灭性损失中恢复过来，发现面临来自电子债券交易平台经纪商技术全球（BrokerTec Global）公司的竞争。这家公司由几家金融公司拥有。陪审团裁定卡格尔·费兹戈雷德公司对电子债券交易系统的专利申诉无效。另外两家债券电子交易网络汤姆森交易网（Thomson TradeWeb）和市场入口（Market Axess）在2004年也实现业务激增。另一家电子交易网络BRASS功用系统（BRASS Utility System）为纳斯达克市场股票提供自动执行、清算和结算服务。通常，交易商购买电子交易网络的服务，但它们的机构客户可以直接借助交易商的通道接入网络。电子交易网络实现系统（Attain System）公司帮助做市商根据SEC指令处理规则，向公众显示客户限价指令。它还可以进行指令匹配，显示纳斯达克市场上的指令簿等，寻求实现没有做市商等中介情况下的市场匹配。新泽西州泽西市的骑士交易集团（Knight Trading Group）按交易指令数量向经纪人付费，以吸引在该公司网络交易的业务量。2004年，该公司被花旗集团购买。它处理纳斯达克市场上20%最活跃股票交易。流动网（Liquidnet）公司允许机构进行匿名交易。它2001年起步，到2005年市场交易总值达到18亿美元，超过了纽约证券交易所和纳斯达克的市值。

纳斯达克计划交易可以跟踪国际股票指数的基金，以同交易所交易基金（exchange－traded funds）进行竞争。纳斯达克将这一基金命名为“提存存托凭证集合”（Baskets of Lifted Depository Receipts，BLDR）。2000年《商品期货现代化法案》通过后，单一股票期货在电子交易平台OneChicago和Nasdaq－Liffe交易，成为历史上首次。第一芝加哥由芝加哥交易所（Chicago Board of Trade）、芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange）和芝加哥期权交易所（Chicago Board Options Exchange）合资组建。在交易前三个月，第一芝加哥股票期货合约的交易量达27万笔。同一时期，在Nasdaq－Liffe的交易量约为20万笔。这些数额令人失望得少，平均每天少于万笔交易。市场缺乏兴趣

的原因显然是因为SEC为这些合约强加了保证金要求，而且明显高于商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission，CFTC）对商品期货合约的要求。一个证明立即受欢迎的产品是标准普尔存托凭证（Standard & Poor's depositary receipt，spiders）期权，是2005年出现的交易所交易基金。

SEC授权纳斯达克组建电子交易平台进行交易，这一平台称为超级蒙太奇（SuperMontage）。美国运通公司（American Express Company，AMEX）于2004年开始期权产品的电子交易。SEC还批准成立一个新的电子期权交易所——波士顿期权交易所（Boston Options Exchange，BOX）。BOX由投资银行创建，并提供“价格改进”计划（“price improvement” program），允许公司在能够改善交易所报价的情况下进行内部交易。

商人交易所（Merchants Exchange）成立于1836年，以交易水牛皮和威士忌起家，从21世纪初开始能源期货交易。该交易所允许能源交易商双边协商议价，然后以电子方式过账清算。《商品期货现代化法案》使上述操作成为可能。交易所下设的清算机构还为通过其清算的合约提供违约保证。于是，商人交易所与纽约商品交易所（New York Mercantile Exchange）、伦敦国际石油交易所（London International Petroleum Exchange）形成了竞争。此外，司法部调查由17个金融机构（包括花旗集团、摩根大通、高盛集团和德意志银行）组建的电子交易平台FXall，认为它存在垄断行为。特别是该电子交易平台的会员被告知不要同竞争对手（如Currenex）开展业务。

2003年7月，五角大楼披露正在研究建立在线期货交易平台，以特定时间内恐怖主义袭击或其他政治事件的可能性为基础创造投资机会。这一交易平台由爱荷华大学商学院设计。该商学院此前还设计了竞选电子平台，为参与者提供了在期货市场氛围中赌注政治选举的投资机会。五角大楼新的平台被称为“政策分析市场”（Policy Analysis Market）。五角大楼花了约75万美元研究该平台，并从国会找到800万美元支持平台运行。但是，当这个想法公开之后，受到国会猛烈批评和媒体嘲笑。国防部最终放弃了该想法。负责项目的退休海军上将约翰·波因德克斯特（John Poindexter）被迫辞职。波因德克斯特曾担任里根总统的国家安全顾问，是里根政府伊朗责难丑闻的核心

人物。关于他在丑闻中作用的刑事起诉最终被上诉法院驳回了。更一般地，高盛公司与德意志银行共同创建了一个“经济衍生品市场”（economic derivatives market），交易以非农就业、零售销售和信心指数等经济数据为基础的综合期权。

2000年11月，芝加哥商品交易所（CME）进行股份制改革，成为股份制公司，并于2003年1月公开销售其15%的股份。成为公众公司后，CME更名为芝加哥商品交易所控股公司（Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc.）。CME同彭博、路透社达成协议，允许在这些系统上交易的投资者进入CME货币期货市场。CME还在设计一个住房价格指数交易工具。2003年8月，交易所首席执行官詹姆斯·麦克纳特（James McNulty）因强力推动电子交易导致成员不满而辞职。具有讽刺意味的是，芝加哥商品交易所2005年第一季度净收入将增长54%，主要是电子交易增加的结果。为了节省收入和成本，芝加哥商品交易所同意清算芝加哥交易所（CBOT）的交易。CBOT紧接着放弃了自己于1926年成立的清算机构CBOT清算公司（CBOT Clearing Corp）。这导致后者没有业务，便出卖自己15%的股权给世界上最大的衍生品交易所欧洲期货交易所（Eurex）。

Eurex由德意志银行和瑞士股票交易所（Swiss Stock Exchange，SWX）以平等股权持有。2002年，交易所交易量为8.01亿笔。它希望在美国有一个清算所，因为它拟通过自有电子交易平台欧洲—美国交易所（EurexUS Exchange）在美国提供交易服务。Eurex在寻求商品期货交易委员会批准欧洲—美国交易所时，受到美国的交易所强烈阻挠。Eurex指控CBOT和CME违反反垄断法，指控这些交易所试图阻止其进入美国市场。芝加哥的交易所反映称，Eurex计划以新订单增加向经纪人支付额外佣金。联邦储备委员会和财政部支持Eurex的申请。商品期货交易委员会于2004年2月4日批准了该申请。

伦敦期货期权交易所（London futures and options exchange，Liffe）被欧洲交易所（Euronext）收购。欧洲交易所总部位于巴黎，由荷兰和比利时的交易所组成。伦敦证券交易所（London Stock Exchange，LSE）和斯德哥尔摩交易所（OM Stockholm Exchange）联合设立了一个衍生品交易所。伦敦证券交易

所还曾是斯德哥尔摩交易所未能成功收购的目标。德意志交易所（Deutsche Borse）于2004年拟以25亿美元收购伦敦证券交易所，但也以失败告终。国际证券交易所（International Securities Exchange）声称，它是美国第一个“全电子”期权市场。实行电子交易不能保证成功。电子交易平台 BrokerTech 在2003年11月停止交易。而 BrokerTech 是美国当时唯一的全电子期货交易平台。

进入21世纪后，由于 Eurex 等电子交易平台的竞争，CBOT 失去了其世界最大期货交易所的位置，下跌到第五位。历史上，CBOT 自美国内战前就开始主导世界期货交易。CBOT 捍卫老式的公开喊价交易系统，但交易者现在偏好电子交易。为了抑制市场占有率的下降，CBOT 启用了一个由 Euronext - Liffe 联合提供的新电子交易系统。这一新系统被称为 Liffe - Connect。以前，CBOT 使用 Eurex 的电子交易系统交易，但 CBOT 启用新系统后，Eurex 开始利用这一新系统交易。在 CBOT 和 Eurex 合作期间，80% 的美国国债期货合约都通过 CBOT 电子方式交易。总体来看，芝加哥的期货交易所电子交易量从1999年的不到8%增长到2004年的约60%。新的全电子交易所包括 CBOE 期货交易所、套利街、NQLX 第一芝加哥和美国期货交易所。纽约商品交易所试图在伦敦开展公开喊价交易，但受到欧洲人的抵制，欧洲人表示他们偏好电子交易。

关于市场的更多情况

2003年第二季度经济惊人地增长了3.3%。经济学家预测第三季度增长率将高达5%。2003年8月，消费支出增长了0.8%。道琼斯指数上升，2003年8月14日达到9 300点。道琼斯指数于9月17日达到9 545点，接着在9月19日的一周达到15个月高位，但在9月最后一周出现回落。在这最后一周，纳斯达克下跌了6%，是2002年4月以来最糟糕的一周。道琼斯指数和标准普尔500指数也下跌。它们的下降不是那么大，但这是它们六个月之内的最差表现。道琼斯指数于9月29日收盘于9 380.24点，纳斯达克收盘于1 824.56点。

道琼斯指数于2003年10月6日这一周达到15个月最高。道琼斯指数曾在2002年10月9日跌至5年内最低点，但次年的10月9日上涨33%。2003年10月10日星期五，道琼斯指数收于9 674.68点，10月29日达到9 748.31点，增长了17%。2003年，道琼斯指数全年的最高点是9 812.98点，也是在10月中旬达到的。纳斯达克场外柜台交易系统（Nasdaq Bulletin Board）通常交易流动性不高的证券，2003年9月在变热，交易股票达到410亿股。这一数字超过了在主板纳斯达克全国市场（Nasdaq National Market）上交易的400亿股，也超过了在纽约证券交易所的290亿股。

2003年10月28日，联邦储备委员会表示，没有提高利率的计划，预计利率将维持低位"相当长一段时间"。2003年10月，美国就业人口增加了12.6万，失业状况正在改善。领取失业救济的人数达到8个月低点。2003年第三季度美国的生产率增长8.2%，是20年来最大值。美国生产率自2001年11月经济走出衰退以来一直以每年5%的速度增长。一份报告显示，生产率的提高是由于美国人工作时间加长。1970年至2002年，美国人工作时间增加了20%。同一时期，法国人工作时间下降了24%。

2003年第三季度，花旗集团盈利创历史新高，达46.9亿美元。摩根大通公布的这一季度净收益为16.3亿美元。总体来看，2003年第三季度美国企业利润比上年同期增长了30%，是19年来最大的增幅。公司盈利年度增量超过1万亿美元，是历史上首次。第三季度国内生产总值增长8.2%。制造业活动情况在第四季度达到20年最高水平。消费者支出占GDP的百分比达到了54年来高点，但美元兑欧元继续下跌。年末，美元跌至创纪录的低点，收于1.2555美元兑1欧元。

2003年9月，美国住宅销售额增长3.6%，创历史新高。第三季度，约有68.4%的美国家庭拥有自己的住房，其中包括46%的西班牙裔家庭和48%的非洲裔美国人。这一时期，拥有住房的美国人年龄中位数刚刚超过50岁。美国平均家庭财富38.5万美元，但分布不均，集中在小部分家庭中。截至2003年9月30日，联邦预算赤字3 740亿美元，低于预期，但仍是历史上最大。2002年的赤字为1 580亿美元。政府预计2004年赤字将达到4 800亿美

元。2003 年 11 月初，财政部销售出去 570 亿美元债券，少于预计的 610 亿美元。销售债券的期限包括 3 年、5 年和 10 年。

2003 年 11 月 6 日，纳斯达克市场达到 21 个月高点。12 月 5 日，道琼斯指数上升到 9 900 点以上，是 18 个月来首次达到高点。在接下来的一周，道琼斯突破了 10 000 点，但回落到 9 923.42 点。12 月 10 日，联邦储备委员会宣布，存在通货膨胀风险的可能性，但联储将继续保持低利率的政策。然而，联储关于通货膨胀的表态导致市场回落到 10 000 点以下。抓捕萨达姆·侯赛因使道琼斯指数再次突破 10 000 点，并于 12 月 19 日达到 10 278.22 点。

2003 年末，领取失业救济的人数再次下降，达到 3 年来最低水平。公司利润在第四季度创历史新高。该季度，经济增长 4%。尽管较当年夏季有所放缓，但仍然相当强劲。消费支出持续增长，出口增长近 20%。第四季度美国经济增长率是日本的两倍，是欧洲的 3 倍，消费支出占美国经济活动的 2/3。

退休人员的关切

随着 20 世纪的结束，退休人员成为证券市场的重要问题。2000 年市场泡沫破灭给他们双重打击，其持有股票的市值下降，利率下调也削弱了他们固定收益投资的回报。2001 年，只有 53% 的工人认为他们有足够的储蓄保障退休后舒适生活，而这一比例在 2000 年是 72%。调查显示，只有约 1/4 的 55 岁以上的工人有超过 10 万美元的退休储蓄，而 1/3 的储蓄不足 5 万美元。

2000 年市场崩溃之后，传统的固定收益养老金计划（defined benefit plans）表现优于 401（k）养老计划（Section 401（k）accounts）。但随着市场飙升，这种情况预计会扭转。2003 年末，401（k）养老计划平均余额为 76 809美元，高于 2002 年末的 59 510 美元，甚至高于 1999 年末的 65 572 美元。但满足参与 401（k）养老计划条件的职工人数在下降，2003 年降至 60%，低于 2002 年的 80%。

2003 年 12 月，消费者债务创下纪录。截至 9 月 30 日，有 160 多万人申请破产，比上年增长 7.8%。在过去 25 年中，家庭破产数量增加了 400%，其中许多破产者是接近退休的婴儿潮一代。在此期间，住房止赎量增长超

过350%。

养老金福利保障公司为4 400万名个人提供固定收益养老金计划，其2002年赤字达到36.4亿美元。这令人震惊，因为该公司在2001年仍有77亿美元盈余。2003年，公司困难进一步加剧。2004年，赤字达到惊人的233亿美元。尽管市场在上扬，2003年末美国500家最大公司的养老金仍有2 510亿美元缺口。通用汽车披露其对退休员工的健康护理费用634亿美元。为此，通用汽车公司发行了170亿美元债券，是美国公司历史上为了填补养老金缺口而发行的最大规模债券。美联航宣布停止员工养老金计划；达美航空将其固定受益养老金计划改为现金余额计划（cash balance plans），以降低成本。

社会保障体系

作为退休保障机制之一的社会保障体系需要修复。早些年，平均8.6名工人负担1名退休人员。到1998年，3.4名工人支持1名退休人员，预计到2030年将进一步下降到2名工人负担1名退休人员。此外，预期寿命从1950年的68.2岁提高到2002年的77.3岁，并将继续提高。这对在职工人提出了更多要求。社会保障委员会（Social Security Commission）警告，未来15年，社会保障系统支出将高于从税收获得的收入。在向工人提交的年度报告中，该委员会指出“如果社会保障体系没有变化，社会保障信托基金（Social Security Trust Fund）到2042年将用尽。到那时，65岁以上的美国人数量会翻番，将没有足够的年轻人来支付退休人员享受的福利”。2001年，社会保障信托基金持有1.2万亿美元资产，但预计需要10万亿美元来保障未来几年向婴儿潮退休工人的养老金支付。

社会保障体系是一项非常糟糕的投资。2000年出生的男性工作者的平均收益只有0.86%。对于最高缴纳额的人来说，收益可能是负的。该体系还有其他缺陷。它本质是一个年金；因此，预期寿命和缴存额度决定收到的福利金额。根据公式，男性非洲裔美国人在过去40年中的回报率为负。黑人男性得到的养老金比缴存金额平均少13 400美元。兰德公司（Rand Corp.）1996年的一项研究发现，社会保险体系平均将1万美元从非洲裔美国人转移给寿

命更长、更富裕的白人。平均而言，黑人男性领取养老金的时间不到一年，而白人男性领取养老金时间长达 7 年。在该体系下，退休年龄越大，情况越严重。

社会保障体系的改革长期被政治因素阻碍，但社会保障覆盖和退休需求之间的缺口不断增加，人口结构不断变化也会使该体系出现破产，这些都推动着改革向前发展。1997 年 1 月，联邦咨询委员会就是否允许发展私人社会保障账户出现分歧，其中 13 个成员中有 7 个希望通过个人账户进行强制性储蓄。另一个联邦咨询委员会一致建议使用私人账户来补充社会保障体系。2000 年总统选举关注社会保障体系是否应该私有化的问题。

作为总统候选人，乔治·布什打破政治禁忌，批评社会保障体系。当选后，他任命成立了社会保障体系改革委员会。该委员会提交的报告提出一些改革模式。一项建议是允许个人将应税工资收入的 2% 投资于个人账户，以减少等额社会保障体系的支出。另一项建议是允许员工缴存应税工资的 4%，同时减少退休后养老金收入。还有一项建议是减少工资税，前提是雇员在其私人退休账户中存入一定金额。这些建议在股市下跌和政治波动的情况下未发挥作用。美联储主席格林斯潘表示，预算赤字将导致养老保障削减。他还建议削减医疗保险福利。布什总统没有削减医疗保险，反而通过提供“处方药”来扩大福利。

住房市场和百万富翁

2003 年，美国住房拥有率达到了创纪录的 69.2%。批评者担心房地产市场出现泡沫，但艾伦·格林斯潘否定这种可能性。房地产市场膨胀和股票市场上涨使美国家庭净资产总额在 2003 年末增加到 44.41 万亿美元，达到创纪录新高。当时，美国家庭拥有超过 14 万亿美元的房地产资产；新房建设量也是 1978 年以来的最高。

2003 年，现房销售量也创下纪录，超过 61 亿美元。此前的纪录是 2002 年的 50.7 亿美元。2003 年住房销售量超过 700 万套，其中包括 109 万套新房，均是历史最高水平。这一年，房价增长 7.4%。促进住房销售的一个因素

是每年有4 000万名美国人在迁徙。反向抵押（reverse mortgages）在21世纪变得普遍。这类抵押贷款允许个人抵押房屋获得贷款，其保障是住房价格的上涨。反向抵押贷款在需要大量现金支付医疗保健和其他费用的老年人群体中特别受欢迎。

2003年，美国百万富翁人数在下降。百万富翁被定义为拥有超过100万美元的可投资资产，不包括住房。美联储的一项研究发现，在美国，价值超过100万美元的房屋数量正在增加，但仍仅占住房市场的0.6%。加利福尼亚州超过100万美元的住房数量占全美的41%。纽约占7.1%，佛罗里达占5.8%。最集中的区域在马萨诸塞州的剑桥，占11.6%及旧金山的7%。这项研究还发现，每72个白人家庭中就有一个拥有百万美元住房，而每762个少数族裔家庭中才只有一个拥有这样的住房。31%的房主以现金支付房产，许多人正在计划整修房屋。

2003年，纳斯达克指数上涨了50%，收于2 006.48点，达到两年来最高水平。标准普尔500指数年内上涨了26.4%至1 111.92点。道琼斯指数上涨25.3%，收于10 453.92点。罗素2000指数上涨45.4%，达到556.91点。12月底，黄金价格上涨到超过每盎司414美元，是八年来的最高。

在安然公司倒闭后的竞争性市场中，2003年天然气价格出现飙升，创历史新高。商品期货交易委员会调查价格上涨是否被一些未知因素操纵，但没有任何收获。最终，该机构认为是市场力量推动价格上涨。2003年12月，美国发现一头疯牛，随之牛期货价格下跌。经调查发现，这头牛是在加拿大阿尔伯塔省（Alberta）出现疯牛病之后、设置检疫限制之前，从加拿大进口的。商品期货交易委员会介入调查，调查牛期货交易者是否预先从政府官员处收到消息，该头疯牛测试结果呈阳性。

金融服务

2003年，约有5 500家经纪公司的70万名经纪人从事证券业务。资产达500万美元的投资者中约有30%使用全服务经纪人。这个数字在2001年是41%。2003年，15%的投资者使用投资顾问。这一数字在2001年为8%。

2003年，17%的投资者借助财务筹划人员。一项调查发现，资产达500万美元以上的投资者中有22%不借助任何投资顾问或经纪人。SEC前主席亚瑟·莱维特表示，资产低于5万美元的投资者不需要股票经纪人来指导储蓄，因为共同基金就够用了。该说法忽略了一个非常基本的问题。大多数投资者不知道该如何选择基金，只能基于基金的历史回报。历史回报通常具有随机性，很不确定。

股市泡沫破灭后，美林公司业务运营出现问题。为此，公司削减了37%的经纪人，关闭了在日本和加拿大750个办事处中的150个。在此过程中，负责重组的斯坦利·奥尼尔（Stanley O'Neal）裁员23 000人，解雇19名高级管理人员。奥尼尔的支持者托马斯·帕特里克（Thomas H. Patrick）和阿萨德·扎卡里亚（Arshad Zakaria），因在重组问题上同奥尼尔发生冲突后，也被解雇。作为奖励，奥尼尔于2002年12月取代戴维·科曼斯基（David H. Komansky）被任命为美林公司的董事长兼首席执行官。作为一个奴隶的孙子，奥尼尔是第一个在华尔街取得如此高的地位的非洲裔美国人。20世纪60年代之前，美国黑人被排除在华尔街之外。即便在20世纪60年代之后，他们也很少被聘用。1964年，Hornblower & Weeks & Hemphill公司的股票经纪人朱恩·米德尔顿（June Middleton）被认为是在纽约证券交易所公司雇用的唯一的黑人妇女。美林公司1965年雇用了第一批黑人股票经纪人。高盛1986年有了第一位黑人合伙人。

斯坦利·奥尼尔是一个强硬的经理人。他重组公司的业务，聘用呼叫中心而非经纪人，以降低成本。这一手法似乎是从折扣经纪人公司嘉信理财公司学来的。这一方法似乎有效果。2004年2月，美林宣布将聘请经纪人，但全国证券交易商协会后来调查呼叫中心是否存在误导客户的问题。公司2003年报告利润40亿美元，开始回购20亿美元普通股。当时，美林公司市值544亿美元，其中流通股9.5亿股。美林公司四季度的收益增长10%，达到10.8亿美元。作为成果，奥尼尔的工资翻番达到2 800万美元。奥尼尔的前任戴维·科曼斯基曾被支付3 250万美元，但奥尼尔的薪水仍然是华尔街最高的之一。比他更好的是贝尔斯登的詹姆斯·凯恩（James Cayne）。2003年，凯恩

获得2 700万美元收入加上价值1 230万美元的股票奖励。

奥尼尔的努力不完全成功。美林公司逐步失去承销和兼并咨询业务，这些是美林传统主营业务。2004年美林公司的股价一度下跌20%，但公司的年度盈利创历史新高，并宣布斥资40亿美元回购股票。美林公司还在抗辩因分析师丑闻而引起的诉讼和仲裁方面取得了一些成功，导致了同SEC和斯皮策的大金额和解。一个地方法院还驳回了一项指控。该指控称美林公司未能履行其作为世通公司401（k）养老金账户受托人的职责。美林集团还存在其他监管问题。由于未能在仲裁案件中提供文件，它受到全国证券交易商协会25万美元的罚款。花旗集团和摩根士丹利也因同一原因被罚款相同金额。在另一项诉讼中，摩根士丹利因没有及时向监管机构报告客户投诉而被罚款200万美元。富达经纪服务公司（Fidelity Brokerage Services LLC）因销毁和更改文件掩饰未保留必须保留记录的原因，被SEC和纽约证券交易所罚款200万美元。纽约上诉法院向金融公司Waddell & Reed提起了一项2 700万美元的仲裁裁决，案中财务顾问指控该公司抹黑其声誉，以便在争议出现时留住客户，并使他离开公司。

2003年，华尔街的利润预计达到150亿美元，比2002年增加一倍。华尔街的交易者回到他们大笔支出的生活方式，租赁喷气机和沉迷奢侈品，全因为他们的奖金随着股市的上涨而增长。爱德华·琼斯（Edward Jones）是一家位于圣路易斯（St. Louis）的经纪公司，公司的管理合伙人道格拉斯·希尔（Douglas Hill）在公司共同基金操作受到监管机构指控后被迫辞职。他支付了300万美元解决指控，公司支付了其他7 200万美元。研究分析师没有任何赢家，先前推荐的股票也下跌了。这导致销售人员和客户的不安。

以自己名字命名的折扣经纪公司创始人查尔斯·施瓦布（Charles Schwab）在福布斯最富有美国人榜单上列第51位。2003年，他的财富约为32亿美元，但他的公司正处于困境。该公司放弃了“母基金”（fund of funds）计划，该计划允许投资由其他共同基金组成的共同基金。与伯纳德·康菲尔德（Bernard Cornfeld）20世纪60年代的母基金大受欢迎不同，查尔斯·施瓦布的母基金没有引起大量的兴趣。公司的情况在2004年继续恶化，查尔斯·

支付系统还意味着，客户将有更少的时间来支付他们资金不足的支票账户，这预计会增加银行因退回支票而产生的费用。

从1973年到2003年，拥有支付卡的家庭数量占比从16%增加到73%。通过这些卡完成的支付几乎增加了两倍，达到2.2万亿美元，占GDP的20%。2003年，第一美国公司（First USA）是全美最大维萨卡（Visa）发卡商。花旗集团花30亿美元购买了西尔斯百货公司（Sears Roebuck）的信用卡和金融产品业务。花旗集团偏爱万事达信用卡（Master Charge），通过“轰击”客户让他们从维萨卡转换为万事达卡。MBNA银行同意停止推动客户转换为运通卡的类似做法。运通卡允许其他金融机构发行其卡，以便与维萨卡和万事达卡竞争。在收入方面，智能卡的最大销售者是斯伦贝谢公司（Schlumberger），年销售额为7亿美元。

司法部试图阻止第一咨询集团（First Data Corp.）在已经拥有西联汇款公司（Western Union）的情况下，继续收购电子交易处理公司康卡德EFS（Concord EFS）。这是一笔70亿美元的项目，将联通最大的两个借记卡网络合并。司法部起诉说，客户已通过它们的网络购买了超过1 500亿美元的商品和服务。因在维萨公司和万事达卡公司对借记卡和信用卡交易收取费用不同而被起诉，最终以30亿美元了结。在这笔款项中，2.2亿美元给了律师，只有他们要求的一半。收费不同表面上是因为安全性不同。事实上，银行不喜欢借记卡，因为借记卡要支付的钱会立刻从银行被划走，没有丰厚的融资收益，而信用卡则有这一好处。该诉讼由大型零售公司提起，包括希尔斯百货公司和沃尔玛公司。

2003年9月30日预算年度结束时，维萨公司运营亏损14亿美元，但还有更多麻烦等着它。欧盟委员会主管竞争的部门指控维萨公司不当地将竞争对手从其网络中排除。加利福尼亚州法院认为，维萨和万事达公司应该退还未披露的、在国外进行的货币兑换费8亿美元。

美国运通信用卡的市场份额从1970年的32.7%下降到2002年的19.8%。运通公司起诉维萨公司、万事达公司及几家银行阻碍运通公司发行信用卡。美国运通黑卡仅通过邀请签发，还有一笔1 000美元的年费。年费在2002年

增加到2 500美元。获得信用卡的资格不明确，但通常认为至少每年收入15万美元才符合资格条件。自19世纪60年代起持有运通卡的人也得符合条件。该公司放弃了经典的绿色美国运通卡，在1959年改用绿色塑料卡。运通公司决定退出金融超市计划后，宣布出售其财务咨询部门。新罕布什尔州的监管机构接着提出起诉，认为这一咨询部门向销售团队提供奖励，鼓励销售表现不佳的自有共同基金。奖品包括梅赛德斯－奔驰公司一年租约。

银行业的收购兼并

美国的银行业越来越集中于少数几家银行。1990年，十大银行持有资产占全国银行业的17%，到2003年这一比例增加到44%。有人担心，这种整合会对经济造成危害，特别是如果其中一家银行出现倒闭。过去，政府采取过“太大不能倒”的政策。例如，在芝加哥大陆银行（Continental Bank）事件中，政府拯救了大银行，却让小银行倒闭。

汇丰银行（HSBC Bank）以161.5亿美元收购了消费金融公司家用国际（Household International）。2003年2月，北卡罗来纳州一家大型银行BB&T以33亿美元收购了弗吉尼亚第一银行（First Virginia Bank）。2003年10月27日，美洲银行以430亿美元收购弗里特波士顿（Fleet Boston）银行，创造了全美第二大银行。合并后，美洲银行控制了全国银行存款的9.8%，资产总额9 660亿美元，在全国有5 700家分行。但合并后该银行逐步削减了12 500个工作岗位。作为合并的条件，马萨诸塞州要求美洲银行向穷人放贷超过4亿美元。在联邦层面，《社区再投资法》（Community Reinvestment Act，CRA）被社区团体用来敲诈企图进行合并的银行。只要银行愿意支付这些团体一笔钱，它们就同意不反对合并。1999年，参议员菲尔·格拉姆（Phil Gramm）在银行立法中包括一项条款，要求银行披露支付给社区团体的费用，以阻止这种“借用《社区再投资法》勒索钱财的情况”。

欧洲大型银行法国巴黎银行（BNP Paribas）因在联合国支持的伊拉克“石油换食品”丑闻中发挥的作用而陷入困境。萨达姆·侯赛因等人从该计划中搜刮了200多亿美元。这一丑闻大大超过安然公司的丑闻。克林顿总统赦

免的逃亡石油贸易商马克·里奇（Marc Rich）和联合国秘书长科菲·安南（Kofi Annan）的儿子科乔·安南（Kojo Annan）被认为参与了丑闻。仿照处理美国公司丑闻的经验，前联邦储备委员会主席、安达信会计师事务所（Arthur Andersen）不成功的救助者保罗·沃尔克被聘用对联合国出现的丑闻进行内部调查。然后，联合国利用这一调查作为拒绝美国国会提出索要丑闻信息的依据。沃尔克的调查借用了前一年美国企业丑闻史中的一页。该调查开脱了联合国秘书长科菲·安南，洗白了联合国官员，导致两名调查人员辞去调查工作。司法部更具侵略性，指控休斯顿石油贸易商小戴维·沙尔默斯（David Bay Chalmers Jr.）和他的公司巴耶尔 USA（Bayoil USA）在安然储备收购公司（Enron Reserve Acquisition Corp.）协助下从伊拉克购买石油。同时被指控的还有韩国游说者朴东善（Tongsuon Park），他曾是20世纪70年代“韩国门”（Koreagate）丑闻中的关键角色。在20世纪70年代的丑闻中，朴东善用塞满现金的信封行贿国会议员。当丑闻曝光后，朴东善在乔治城的俱乐部、派对以及价值3.2万美元的立体声立即闻名天下，但后来有关方面放弃了对他的刑事指控。朴东善早期曾受过托马斯·科克兰（Thomas Corcoran）的培训和指导。托马斯·科克兰昵称汤米软木塞（Tommy the Cork），是联邦证券法主要作者之一，也是一位有争议的游说者。后来，还有一些公司和个人因“石油换食品”丑闻而被起诉，其中包括德克萨斯州一位81岁石油商小奥斯卡·怀亚特（Oscar Wyatt Jr.）。调查人员在埃尔帕索公司（El Paso Corp.）石油交易商为安然公司事件提交的磁带中发现了怀亚特为购买伊拉克石油而支付贿赂金的证据。保罗·沃尔克让联合国轻易地逃脱了，但他发现在“石油换食品”计划下250多个有购买石油资格的公司中，一半以上是通过支付回扣获得这一资格的，其中包括西门子、沃尔沃和戴姆勒·克莱斯勒等。更糟的是，约2 250家公司向侯赛因政权支付回扣，以获得在伊拉克的“人道主义”资格而被允许销售石油。不想揭露出更多财务丑闻，SEC开始调查泰科、埃尔帕索等公司，以确定他们参与“石油换食品”计划是否违反完全披露的要求。

外国的银行业也在壮大。西班牙国家银行（Banco Santander Central Hispa-

no SA）以146亿美元收购英国阿比国民银行（Abbey National PLC）。2002年12月，法国农业信贷银行（Credit Agricole SA）以200亿美元价格收购了欧洲第三大银行里昂信贷银行（Credit Lyonnais SA）。里昂信贷是几起金融丑闻事件的中心。其他巨型欧洲银行还有巴克莱银行（Barclays Bank PLC）、荷兰银行控股集团（ABN Amro Holding NV）和德意志银行（Deutsche Bank AG）。德意志银行表示，它将于2005年开始冲销8亿美元利润，并警告说损失可能进一步加大。汇丰银行于2003年10月28日宣布，它正以13亿美元收购百慕大银行（Bank of Bermuda）。

2004年，三菱东京金融集团（Mitsubishi Toyko Financial Group）希望兼并东京UFJ金融公司。合并后将成为全球最大的银行，拥有资产1 746万亿美元。高盛公司部分持股的三井住友银行（Sumitomo Mitsui）同时竞标。这是日本第一次涉及银行的并购竞争。最终，三菱东京以290亿美元获胜。此后，日本政府允许大和证券（Daiwas Securities Group）与三井住友合并，以示安慰。UFJ公司2004年上半年亏损65亿美元，三菱东京集团的收益也下降了43%。加拿大皇家银行（Royal Bank of Canada）收购了位于北卡罗来纳州洛基山城（Rocky Mount）的森图拉（Centura）银行。多伦多道明银行（Toronto – Dominion Bank）收购了折扣经纪商水屋证券（Waterhouse Securities），并将其更名为TD水屋（TD Waterhouse）。

另一个大的并购事件是美联银行（Wachovia）以143亿美元收购南方信托（SouthTrust）银行。南方信托银行的首席执行官小华勒斯·马隆（Wallace D. Malone Jr.）为此获得了5 900万美元遣散费和380万美元养老金。芝加哥第一银行（Bank One Corporation），是中西部一家大型银行和信用卡发卡商，也在寻找兼并对象。2003年5月，它以5亿美元的价格购买了苏黎世金融服务公司（Zurich Financial Services）的美国人寿保险业务。这使得芝加哥第一银行成为全美第二大银行保险承销商，而第一名是花旗集团。芝加哥第一银行由杰米·戴蒙（Jamie Dimon）领导。戴蒙曾是花旗集团桑迪·威尔（Sandy Weill）的得意门生。但戴蒙在与威尔发生了一系列争吵之后离开了花旗集团，去了芝加哥第一银行。其中一次争吵是关于威尔的女儿在花旗集团工作。

2003年7月，芝加哥第一银行同意以7.2亿美元的价格将信托业务出售给摩根大通公司。过去十年银行业整合使信托业务经理人的数量从4 000人减少到3 000人。随后在2004年1月14日，戴蒙宣布，芝加哥第一银行将并入摩根大通，合并的价格是580亿美元。2006年当摩根大通的总裁威廉·哈里森（William B. Harrison）下台之后，戴蒙成功地控制了公司运营。哈里森曾主管摩根大通同安然公司的业务等一系列失败交易。同芝加哥第一银行的合并是摩根大通连续合并中的一环。摩根大通的前身是化学银行（Chemical Bank）。化学银行于1991年与制造商汉诺威公司（Hanover Corp.）合并，1996年与大通曼哈顿公司（Chase Manhattan Corp.）合并，2000年又与摩根大通合并。摩根大通还收购了罗伯特·弗莱明（Robert Fleming）资产管理公司、贝肯集团咨询公司（Beacon Group）和哈伯克特&奎斯特（Hambrecht & Quist）投资银行。

与芝加哥第一银行的合并导致摩根大通裁员1万人。合并后，摩根大通成为全美第二大银行，资产超过1万亿美元，位于花旗集团之后、美洲银行之前。经济上行帮助银行合并取得成功。摩根大通宣布2003年第四季度利润18.6亿美元，其他银行，如纽约银行（Bank of New York）也报告利润大幅增长。摩根大通后来剥离了私人投资业务JP摩根合伙人（JP Morgan Partners LLC），因为这一业务与客户存在利益冲突。

芝加哥第一银行被摩根大通兼并打击了芝加哥作为银行中心的地位，因为芝加哥第一银行是该城市最大的银行之一。此前，芝加哥大陆银行因遭遇监管和业务问题，已被美洲银行收购。现在芝加哥还保留的银行包括北方信托公司（Northern Trust Corp.）。该银行资产410亿美元，无法同芝加哥第一银行的2 900亿美元资产相比。芝加哥的哈里斯银行（Harris Bank）由蒙特利尔银行（Bank of Montreal）所有。另一个芝加哥现存的银行是拉萨利（LaSalle）银行，但它只是荷兰银行控股集团的一个子公司。

2004年1月23日，地区金融（Regions Financial）和联邦种植园主（Union Planters）两家银行宣布以60亿美元的价格合并。合并后的机构仍被称为地区金融，其存款在全美排第14名。主权银行（Sovereign Bank）以11

亿美元收购了马萨诸塞州银行控股公司海岸线金融（Seacoast Financial）。国家城市银行（National City Bank）以20亿美元收购了普卫顿银行（Provident Bank）。这两家银行都位于俄亥俄州。北叉（North Fork）银行同意购买绿点（Greenpoint）银行。太阳信托银行（SunTrust Bank）以70亿美元的交易收购了国家商业金融（National Commerce Financial）银行，成为全美第七大银行。五十三银行（Fifth Third Bank）以15.7亿美元收购了佛罗里达州的第一国家银行股份（First National Bankshares）银行。

银行利用它们的商业贷款来吸引投资银行业务。2003年，花旗集团、摩根大通和美洲银行股权承销总量在全美占比达到22%。该比例在2000年只有12%。份额的上升来自高盛集团、摩根士丹利、美林公司和其他传统投资银行业务的下降。这些投资银行的股权承销占比从2000年的37%下降到2003年的30%。

银行是众多汽车商竞争兼并的对象。竞争者包括通用、宝马、大众和丰田。这些汽车商后来可以提供开立储蓄账户、大额可转让定期存单、货币市场账户甚至网上银行等服务。百货公司诺德斯拓姆（Nordstrom）有自己的联邦储蓄银行。监管机构阻止了沃尔玛收购银行，因为担心沃尔玛会完全胜过商业银行。然而，沃尔玛通过与多伦多道明银行的美国子公司合作，在数百家商店提供银行服务。它还计划在没有银行的情况下提供的支票兑现、电汇和汇票服务。

银行业的问题

货币监理署（Office of the Comptroller of the Currency）和其他银行监管机构提出一些监管建议，要求银行识别增加声誉和法律风险的交易并密切审查这些交易。2004年，SEC和银行监管当局组建联合工作组，审查银行通过出售结构化金融产品帮助客户操纵财务结果。工作组的目标是制定规则，使银行对客户滥用这种金融工具的行为负责。

一个陪审团裁定，美洲银行错误地使用社会保障存款支付银行费用，要求美洲银行向每位受影响的存款人赔偿1 000美元，总额达10亿美元。外国

外交业务长期是里格斯银行（Riggs Bank）的经营支柱，近期也出了问题。里格斯银行因未能向监管机构提交可疑财务活动报告而被判罚款2 500万美元，有关报告用来预防和监测洗钱和恐怖活动。一起洗钱案件涉及8亿美元资金转移，其中包括赤道几内亚官员的可疑资金转移，当时赤道几内亚的石油生产存在贪污机会。里格斯银行还允许存在争议的前智利独裁者奥古斯托·皮诺切特将军（Augusto Pinochet）开立匿名账户，存有400万美元的存款。2004年7月，里格斯银行被PNC金融服务集团收购，其过程面临了尴尬的财务重述问题。PNC以不报告里格斯银行可疑活动为条件要求降低收购价格，后因此事而被刑事起诉，PNC便用里格斯银行的认罪答辩来应诉。里格斯银行接着起诉，要求PNC完成合并，但事情很快以收购价格下降1.34亿美元解决。里格斯银行还同意支付1 600万美元了结司法部的指控，并因未能按西班牙法院的命令冻结皮诺切特的资产，向西班牙支付了800万美元罚金。此外，里格斯银行还向相关发起起诉的股东支付了380万美元。参议院后来的一份报告发现，皮诺切特及家人在美国8个银行开立了超过125个账户，其中包括花旗集团、美洲银行和迈阿密的埃斯皮雷托（Espirito Bank）银行。

安姆萨斯（AmSouth）银行位于佛罗里达州，因未能向银行监管机构提交可疑活动报告被罚款5 000万美元。有关报告本可以披露一项针对1 000万美元存款以上老年投资者的旁氏骗局。该骗局计划由路易斯·哈里克（Louis Hamric）和维克托·南斯（Victor Nance）通过纽约互助保险公司（Mutual of New York，MONY）执行。安姆萨斯银行同司法部签署递延起诉协议，被迫每年额外支出600万~900万美元合规费用。批评者认为，司法部正试图争夺银行监管，甚至将最轻微的监管违规行为认定为刑事犯罪。波多黎各的大众银行（Banco Popular）因未能根据与司法部签订的递延起诉协议提交可疑活动和洗钱报告而被罚款2 160万美元。

荷兰银行控股公司因美国和欧洲银行监管机构关于洗钱的要求，导致同俄罗斯和东欧近100家代理银行的关系恶化。欧洲最大银行瑞银集团因允许资金汇往古巴、利比亚、伊朗和南斯拉夫被联邦储备委员会罚款1亿美元，因为这些国家受美国的制裁，禁止向其转移资金。因巴勒斯坦慈善机构的洗

钱活动与恐怖分子有关，阿拉伯银行（Arab Bank PLC）被货币监理署要求关闭在美业务。美洲银行因帮助乌拉圭毒品交易转移资金而受到调查。布鲁克林一家小冰淇淋店通过摩根大通向也门基地组织支持者转移数百万美元资金，导致摩根大通受到大量调查。纽约银行因未能提交可疑活动报告，同监管机构就2 000多万美元的罚款进行谈判。一些银行与联邦监管机构达成协议，承诺完善内部反洗钱工作。这些银行包括德意志银行、渣打银行和联邦巴尔卡（UnionBalCal）银行。

货币

美国家庭持有网上银行的数量从1998年的50万增加到2003年的2 000多万人。2001年，通过互联网获得的抵押贷款总额达到1 600亿美元。许多人在互联网上支付账单。2003年有6 000万人使用互联网准备报税材料，而这一数字在2002年仅有850万人。计算机软件为消费者提供计算税款、管理资金和筹划退休金等方便。经纪公司渴望通过互联网为投资提供投资建议。美林公司与汇丰银行联合成立子公司，为客户提供网上银行服务，但未吸引到很多投资者。美林和汇丰曾为这个子公司投资10亿美元；但它在2002年停止业务时，仅拥有10万个账户，净资产仅1.09亿美元。信用合作社（credit union）在网上银行方面变得更加活跃，因为它们发现能够在这一服务领域与银行竞争。

尽管电子支付量在增长，硬币和纸钞仍在流通中使用。发行50个州的纪念币最初受到硬币收集者和普通公众的欢迎，但随着纪念币发行数量的增加，公众的兴趣在降低。在所有铸造的硬币中，超过2/3是1美分硬币（pennies）。21世纪初，美国铸币局（United States Mint）已经铸造了近2 890亿枚1美分硬币。如果把它们靠在一起排起来，将环绕地球130多圈。有些硬币更加值钱。1895年摩根美元（Morgan dollar）售价14.5万美元。2004年，财政部发行新的5美分硬币（nickels），是该币种66年来的首次变化。新硬币背面是“路易斯安那购买案”（Louisiana Purchase），正面仍保留托马斯·杰斐逊（Thomas Jefferson）的图像。另一种新5美分硬币被铸造以纪念“刘易斯和克拉克远征”（Lewis and Clark expedition）。财政部计划发行1.8亿枚新5

美分硬币用于流动；铸币局最终铸造了9亿枚，以供未来使用。

财政部正在考虑取消发行纸质储蓄债券，改为记账债券。2003年还印刷发行了重新设计的20美元面值的钞票。这是自20世纪20年代以来第一次重新设计美元钞票。新美元底色有绿色、粉色和蓝色，是美国货币第一次使用绿色以外的颜色。50美元和100美元面值的钞票也在2004年和2005年重新设计发行。数字扫描和彩色打印技术使得伪造货币更不容易。哥伦比亚警方2000年没收了伪造的美国货币2亿美元，2001年12月又没收了4 100万美元。新设计的美元使用几种技术来防止伪造，如在紫外线下会显现塑料安全线技术。一种防止伪造的建议是向真币中添加射频识别标签。欧洲中央银行计划在2005年之前在欧元中使用这种标签。

第4节 2004年

经济复苏稳固

2004年1月12日，纳斯达克指数收于2 111.78点，达到30个月的高位。当天，道琼斯指数收于10 485.18点，该指数于1月26日跃升至10 702.51点。标准普尔500指数于2月达到1 139.09点，同比上涨2.4%。美元兑欧元继续下跌。1月13日，跌至1欧元兑1.2782美元的新低。美国贸易逆差在2004年1月增长到创纪录的430.6亿美元。联邦债务总额在2月超过7万亿美元。2月11日，道琼斯指数触及两年半的高位10 737.70点后回落。纳斯达克指数在2月23日下跌了30点，达到年初水平。3月9日，纳斯达克指数进一步跌至2 000点以下。

2004年的IPO数量增加了。到2004年2月15日，IPO就有22个，是2003年前六个月IPO数量的两倍。B&G食品公司发行了5.65亿美元“加强型收入证券”(enhanced income security，EIS)。每份EIS赋予持有人1股公司普通股和部分债券。持有人可获得两笔收入，一是来自普通股的季度红利，二是来自债券的季度利息支付。这种工具的目的是最大限度地减少税收影响。

持有人的股息收入中仅有15%需要缴税，而债券利息可由公司扣除。另一种类似的工具称为收入存款证券（income deposit security，IDS)，由加拿大帝国商业银行（Canadian Imperial Bank of Commerce）开发。该银行因卷入安然公司事件而被禁止三年内在美国开展结构性融资业务，它便通过美国规模服务(Volume Services America）和美国海鲜（American Seafood）两家公司发行收入存款证券，募集资金7亿美元。

美国经济在2004年上半年继续加强。3月失业率为5.6%，大约140万个工作岗位恢复。通胀调整后的零售额增长了3%。2004年前两个季度，实际GDP增长6.1%，是20年来的最快值。2004年第一季度的制造业活动达到20年来最高水平。非农生产率增长5.4%，是23年来最快水平，但全社会总体生产率仅增长2.9%，利率保持在45年来的低位。最优贷款利率（prime rate)为4%，贴现率为2%，短期拆放（call money）利率为2.75%，伦敦隔夜拆借利率为1.1%。期限26周的美国国库券贴现率为0.95%，隔夜回购利率为0.97%。2004年3月10日，30年期固定利率抵押贷款的平均利率为5.4%。

艾伦·格林斯潘表示，由经济衰退引发通货紧缩的风险已经减弱了。通货紧缩是大萧条期间遇到的重要问题，也是2001年经济衰退期间人们的主要担忧。有人批评美联储过分关注通货紧缩。格林斯潘反对通过增税来削减财政赤字和解决经济问题，坚持认为低利率可以帮助经济复苏。格林斯潘并没有将衰退和股票市场下跌归咎于增加税收。不久，格林斯潘表示通货紧缩已不是危险，令人担心的是通货膨胀可能会出现。如果真是这样，就需要加息。一些金融公司开始提供收益率同通货膨胀挂钩的债券，类似于财政部发行通货膨胀保护证券。

2004年外汇市场日交易量达1.9万亿美元。有人起诉美联储官员通过国际清算银行（Bank of International Settlements）操纵黄金价格。但一地方法院裁定，根据《1934年证券交易法》，美联储官员可以免责。

市场的情况

埃克森美孚石油公司（Exxon Mobil Corp.）是世界上最大的销售公司，年

收入超过世界上220个国家中的200个国家。2004年，大型跨国公司占据了世界上最大的100个经济实体中的53席。令人不安的是，基于市值计算的财富500强公司中，美国公司的数量从240个下降到227个。此外，发电公司米兰特（Mirant）宣布损失15.7亿美元，在破产前抵消了所有股东的股权。

沃达丰（Vodaphone）和辛久乐（Cingular）之间进行了一场引人注目的收购战，两家公司都试图收购AT&T公司。两家公司最初出价380亿美元。2004年2月17日，收购战以辛久乐支付410亿美元而结束。AT&T公司当时陷入了困境。其前首席执行官迈克尔·阿姆斯特朗（C. Michael Armstrong）在有线网络和无线网络投资1 000亿美元失败，公司的信用等级被降低至垃圾级。该公司2004年10月裁员7 000人，全年裁员12 000人，在职人员比2000年少了6万人。此外，公司还冲销了113亿美元资产。

2004年3月11日，西班牙恐怖袭击导致近200人死亡，道琼斯指数随后下跌至10 128.23点。4月1日，道琼斯指数修改了公司组成。美国国际集团（American International Group，AIG）、辉瑞公司（Pfizer）和威瑞森通讯公司（Verizon Communications）进入了指数。AT&T、柯达（Eastman Kodak Co.）和国际纸业公司（International Paper Co.）被剔除。标普500指数中一家公司的平均存续期约10年。从1957年标普500指数上市到2000年，仅有74家公司始终包含在该指数内。2004年，包括惠普公司（Hewlett - Packard）和嘉信理财在内的6家大公司同意同时在纽约证券交易所和纳斯达克市场挂牌交易。

罗素2000指数由小盘股组成，在2004年4月5日达到创纪录的高位。道琼斯指数强劲上扬超过10 500点，标准普尔500指数也接近两年高点。然而，石油价格的飙升使汽油价格超过每加仑2美元，进而导致市场低迷，道琼斯指数下跌至10 000点以下。6月4日，道琼斯指数回调于10 242点。此后，该指数在10 300 ~ 10 450点漂移。石油价格仍然令人担忧，8月19日达到每桶48.70美元的21年高点，9月继续上升至每桶50美元。

政治和经济

尽管经济已经从安然公司丑闻中恢复过来，但经济问题仍在2004年总统

竞选中发挥了重要作用。2004 年 1 月的失业率降到两年来最低点，但布什总统仍受到民主党候选人、参议员约翰·克里（John Kerry）的批评。科里表示，布什政府管理下的经济比大萧条期间胡佛总统（President Herbert Hoover）管理下的更糟糕。因为在布什任期内，美国失去了 300 万个工作岗位，超过了胡佛总统时期丢失的工作岗位。然而，20 世纪 30 年代的 300 万个就业机会与 2004 年的相同数量不具有可比性。因为在此期间，美国人口大幅扩张，就业人口总数也在扩张。现在每个家庭有两人参加工作获得收入，这在 20 世纪 30 年代几乎没有听说过。民主党的批评意见也忽略了 2004 年的失业率为 5.6%，而大萧条期间的失业率接近 25%。克里试图对富人征收更高的税负，同时他的百万富婆妻子特雷莎·克里（Teresa Heinz Kerry）却利用每一个税收漏洞使自己的税率降低至 12.5% 以下。

佛蒙特州前州长霍华德·迪恩（Howard Dean）一度是民主党总统提名主要竞争者之一。他利用互联网募集了 5 000 万美元的政治捐款，主要来自小额捐赠者，每笔金额低于 100 美元。迪恩在竞选中批评布什政府的管理思路是"由公司所有，受公司控制，让公司获利"（of the corporations, by the corporations, for the corporations）。

一些知名金融家基于他们的背景提出一些看似奇怪的主张。曾在 20 世纪 70 年代金融危机中解救过纽约市的著名投资银行家费利克斯·罗哈廷（Felix Rohatyn）在《华尔街日报》发表评论，认为应当加强对美国金融市场的监管。高盛公司的前任董事会主席乔恩·科尔津（Jon Corzine）在赢得了新泽西州参议员席位之后，成为民主党左派的发言人，开始反对商业。

乔治·索罗斯和另一个亿万富翁彼得·刘易斯（Peter Lewis）支持在 2004 年的总统选举中把布什总统拉下马。他们利用了近期通过的《麦凯恩—费恩戈尔德法案》（*McCain – Feingold Act*）中的一个缺陷。该法案旨在遏制政治献金者的不当影响。根据《国内税收法典》第 527 节，"政治组织"可以免税，索罗斯利用这一漏洞，组建了一个符合第 527 节规定的、名为莫文在线（Moveon.org）的政治组织。他向该组织捐赠了数百万美元，制造了很多肮脏的言论攻击布什。不久这一做法被对手利用，另一个类似的政

治组织斯维天韦兹在线（SwiftVets. com）成立，攻击克里的越南战争纪录。克里曾将参与越战作为他总统竞选的主要亮点。该政治组织的参与人曾与克里一起在越南的小船上执行巡逻任务。尽管他们的资金只有几十万美元，但他们的攻击却针针见血。克里前几个月都在欢迎索罗斯的做法，但当他感到斯维天韦兹在线带来的刺痛后，疾呼有关做法违规了。索罗斯继续他的反布什竞选活动，发行了一本书并在《华尔街日报》上刊登了两页广告。最终，索罗斯和他的候选人失败了。此后几个月，法国上诉法院认定了索罗斯存在内幕交易行为。

2004 年 3 月，零售销售额增长，就业增长也达到 4 年最高。数据显示，该月经济中增加了 30. 8 万个就业岗位，4 月和 5 月的数字更强劲。将生产外包给薪资水平较低的外国公司是民主党人的另一个关注。呼叫中心被转移到印度；许多公司从亚洲、中美洲等国家寻找更便宜的生产地。民主党人把这种趋势归咎于布什政府，认为是他让工作岗位流失。共和党人坚称，生产外包有利于降低成本，提高美国竞争力。

财富

股市复苏和经济增长给美国人带来更多财富。2004 年，美国百万富翁的数量增加了 14%；平均每 125 个美国人中便有一个百万富翁。美国、加拿大两国百万富翁的数量和增长率超过了欧洲、亚洲、中东和拉丁美洲的总和。瑞典一家智库的比较研究发现，美国人均国内生产总值比欧盟高出 32%。这允许美国人年均消费 9 700 美元，超过欧洲的平均水平。收入低于 25 000 美元的低收入家庭，在美国占 25%，而在瑞典占 40%[①]。欧盟 2004 年的一项研究认为，欧盟难以实现在 2010 年超越美国成为世界上最具竞争力经济体的目标。

美国的女性正在进军商业。女性持有 50% 以上股权的企业数量占比从 1977 年的 5% 增加到 2004 年的近 50%。《华尔街日报》列举了在全球各地公

① "Europe vs. America," *Wall Street Journal*.

司中担任高级职位的50位女性，但证券业仍然存在明显的性别歧视。数据显示，男性在证券业高级管理人员中占比达2/3。2004年7月，摩根士丹利同意支付5 400万美元，了结对它歧视女性雇员的起诉。美邦证券公司受到一项全国性的集体诉讼，起诉它存在性别歧视、性骚扰和性报复行为。该公司为此同意花费1 500万美元来多元化雇员性别。2005年，美邦证券公司再次受到了新的性别歧视指控。瑞银集团一名高管劳拉·祖布拉克（Laura Zubulake）认为公司存在性别歧视并提起诉讼，纽约陪审团判决瑞银集团赔偿2 900万美元，其中2 000万美元是惩罚性损害索赔。美林公司也是媒体广泛报道的女雇员受歧视问题的指控对象。一家英国法院虽然驳回了对它性别偏见的起诉，但仍裁定原告受到了不公平待遇。一个原告起诉美林证券，表示她的经纪人没有以一个阅读困难的人可以理解的方式向她描述账户价值。美林证券公司在这起仲裁案中赢得胜利。

大公司的情况

通用汽车受到集体起诉，指控其经销商在汽车贷款利率方面存在歧视少数族裔的行为。有关融资是通过通用汽车金融公司进行的。通用汽车金融公司允许经销商提高利率报价，吃差价回扣。日产尼桑也面临类似指控。通用汽车还不能对其金融公司太不满，因为它创造了通用汽车70%的利润。税务筹划公司布洛克税务公司（H&R Block）因就退税贷款（tax refund loans）收取的费用和利息受到抗议。有时贷款费用高达本金的150%。该公司也重述其2003年和2004年的财务报表。

为对冲贷款违约敞口风险，美洲银行借助了称为“房地产合成投资证券”（real - estate synthetic investment securities）的结构化债券。这种债券基于违约风险提供回报。在2004年泡沫时代，曾受丑闻缠身的公司债务和股票成为受欢迎的交易对象。其中包括安然公司、南方健康（HealthSouth）医疗公司、世通公司和阿德尔菲亚通信公司（Adelphia Communications Corp.）等。这一年，阿德尔菲亚公司可转债价格上涨了25%，股票价格上涨了52%。

尽管安然公司的股票毫无价值，但成了受欢迎、令人新奇的交易对象。

安然公司曾因过高预期宽带使用而受到损害，但事实证明它的预测是正确的，只是证实的有些迟。在2004年，超过50%的在线用户使用了宽带。2004年11月，通用电气以11亿美元的价格收购了一家水资源处理公司伊尼克斯（Ionics）。通用电气认为水资源处理将是一项成长性业务，价值可能达到3 600亿美元。这种预测对于安然公司来说已经太晚了，因为安然公司在几年前就预计到了。为此，通用电气还上调了股息10%，并宣布将回购股票150亿美元。

哈拉斯酒店（Harrahs）以52亿美元的价格收购了凯撒娱乐公司（Caesars Entertainment）。凯撒娱乐的首席执行官华莱士·巴尔（Wallace Barr）为此获得2 000多万美元的补偿。甲骨文公司（Oracle）试图收购同行人民软件（PeopleSoft）公司，但遇到了强烈反对。人民软件公司以每年花费200万美元为员工提供免费百吉饼而出名。1995年至1999年，人民软件公司的收入从1.13亿美元增加到14亿美元。甲骨文公司最早于2003年6月向人民软件公司提出收购要约，后来到2004年末再次提出要求，收购价从每股16美元增加到24美元。司法部以反垄断为由阻止合并，甲骨文公司便将收购价格下调至每股21美元或总额77亿美元。审理案件的法官驳回了司法部的主张。人民软件公司随后炒掉首席执行官克雷格·康韦（Craig Conway）。尽管公司61%的股东同意接受甲骨文公司的收购要约，但董事会还是拒绝了。后来，甲骨文公司提高了收购价格，两公司最终在2004年12月合并。合并后，公司宣布裁员9%，即5 000个工作岗位，同安然公司损失就业的规模相同。

第二季度业绩

2004年第二季度，美国GDP增长2.8%，公司利润总体下降，但各家情况不一。摩根大通因安然和世通而负债23亿美元，导致利润亏损5.48亿美元。这一时期，摩根大通还把名字中的句点去掉，由“J. P. Morgan Chase”变为“JPMorgan Chase”。花旗集团因为安然和其他泡沫问题花费诉讼费49.5亿美元，导致利润下降了73%。华盛顿互助银行也遇到经营困难，关闭了53个分支机构，裁员33 400人，但仍保留了1 800个分支机构。

制药公司的情况也不一致。辉瑞公司和罗氏公司（Roche）季度效益良好，默克公司（Merck）、葛兰素史克（Glaxo）和先灵葆雅公司（Schering - Plough）的业绩令人失望。通用汽车的营业收入增长了近 50%。康菲石油公司（Conoco Corp.）盈利增长 75%。时代华纳与上年同期相比，收入下降了 27%。康宁公司（Corning）在其强项液晶显示器（LCD）领域勉强生存下来，但由于光纤和石棉的诉讼蒙受了巨大损失。哈利伯顿公司（Halliburton）同意支付 42 亿美元来解决关于石棉问题诉讼。布什总统连任后，寻求立法限制这些不断增加的索赔案件。

2004 年第二季度，思科公司收入增长了 41%。迪士尼净利润增长了 20%。泰科公司先是削减了 10% 的债务，后来又报告收入增长了 63%。通信公司高通（Qualcomm）、威瑞森、沃达丰和爱立信等都表现强劲。斯平特（Sprint）和耐克斯特尔（Nextel）公司季度效益良好并寻求合并。朗讯公司（Lucent）宣布连续四个季度盈利，但是奎斯特通讯公司（Qwest）情况糟糕。此外，光缆可视系统（Cablevision Systems）公司亏损 1.87 亿美元，许可交流（Charter Communications）公司亏损 4.16 亿美元。后者此后几个季度继续亏损，导致首席执行官卡尔·沃格尔（Carl Vogel）辞职。微软公司净收入增长了 81%，但仍不及分析师预期，该公司计划花费 300 亿美元购回部分股票。麦当劳收入增长 25%。亚马逊宣布本季度实现盈利。波士顿科学公司（Boston Scientific）盈利 3.13 亿美元。美国运通公司实现得创纪录的 8.76 亿美元的收入，但在同年 12 月裁员 2 000 人。美国钢铁公司报告了 2.11 亿美元的利润。

埃克森美孚石油公司获得创纪录收入 57.9 亿美元。英国石油公司、雪佛龙—德士古石油公司（Chevron - Texaco）、泰森食品公司（Tysons Foods）和施乐公司（Xerox）的收入都比前一年同期增加了一倍，均超过了分析师的预期。施乐公司信用等级被提高，通过发行债券筹集了 5 亿美元。摩根大通和花旗集团将上述债券做成了 7 年久期的高级无担保债券。尽管与政府存在利益关联，波音公司仍获利 6.07 亿美元。防务工作的飙升帮助诺斯洛普公司（Northrop）收入增长 51%。固特异也在本季度收获 2 年来首个盈利季。即使

是面临胶片销售下降的背景，柯达公司在本季度经营状况也保持良好。

更多增长的情况

2003年至2004年，投资者海外证券购买创下新高。2004年6月，存量房屋销售量创历史最高，新房开工量达到历史第二高，而历史最高在此前1月达到。6月，居民消费支出下滑，但在7月实现反弹，消费者信心指数也达到两年高位。美联储认为经济稳健增长，国内生产总值增速3%。在此情况下，格林斯潘于6月30日提高利率，联邦基金短期利率从1%上升至1.25%，涨幅为25个基点。美联储加息使市场失去稳定。7月16日，道琼斯指数下跌至10 163.16点，为5月以来最低点。23日，该指数进一步跌至10 000点以下至9 962.22点。同日，纳斯达克指数1 849.09点，是上年10月以来的最低点。此后，市场出现小幅回升，道琼斯指数升至10 000点以上，但在8月再次回落至10 000点以下。8月6日，糟糕的就业数据导致该指数下跌至9 815点。

恐怖主义的威胁依然存在。2004年8月1日星期日，美国国土安全部部长汤姆·里奇（Tom Ridge）提高了恐怖主义威胁级别并表示，根据准确情报，恐怖分子正在计划对纽约花旗集团总部、纽约证券交易所、纽瓦克保诚大厦（Prudential building）以及华盛顿特区的国际货币基金组织等金融机构进行攻击。金融业仍然是美国在世界具有统治地位的重要标志。

2004年8月，互联网搜索引擎谷歌公司在万众瞩目下公开发行股票。当年4月，谷歌公司宣布，将通过荷兰式拍卖的方式发行27亿美元股票，以确保小投资者有更好的参与机会。但这个IPO在实际发行时变成了一场闹剧。公司的荷兰式拍卖不受机构投资者和投资银行家欢迎，导致发行规模大幅下调，发行价格大大低于预期。SEC和司法部长期以来一直在寻找有竞争性的证券承销拍卖程序。为了达到IPO的竞争性，司法部曾在20世纪50年代起诉过几家主要承销商存在垄断经营行为。当时，联邦地方法院法官哈罗德·麦蒂纳（Harold Medina）未理会司法部的起诉。谷歌公司股票失败发行事件说明，即使到了新世纪，传统的承销方式仍然占主导。然而，到了9月28日，谷歌公司股票一路飙升，达到每股126.86美元，比发行价格高出近

50%。这只是一个开始，谷歌公司股价在2005年超过400美元。2005年9月，谷歌公司再次发行40亿美元股票，但这次使用传统的固定价格承销，放弃了拍卖方式。虽然公司同意将此次发行收入中的2.65亿美元捐献给慈善组织，但股价爆炸性上涨使得公司两位创始人跻身美国亿万富豪排行榜。他们很快还得到一架豪华波音767客机作为福利。尽管有谷歌公司的前车之鉴，永远保持政治正确的晨星基金评级公司在2005年宣布计划发行IPO并承诺确保小投资者获得公司股票的权利。晨星公司这次发售是成功的，仅是价格低于发行价，但在接下来的两个月里股价上涨了55%。

谷歌公司因未在SEC注册的期权和股票交易被调查。后来，公司及总法律顾问因未根据《联邦证券法》注册的8 000万美元的股票期权被SEC起诉。这一起诉没有导致重大处罚。公司创始人在上市前接受《花花公子》杂志采访，涉嫌违反《1933年证券法》中关于上市前“静默期”(quiet period)的规定。但后来SEC提出有意放宽该限制。谷歌的公司治理结构也受到批评。机构股东服务公司(Institutional Shareholders Services)将其公司治理结构情况排在标准普尔500指数上榜公司的末位。一个原因是，谷歌公司有两类股票，其中一类拥有加权投票权，但受内部人控制。还有一个原因是，谷歌公司不需要对员工和高管持有的期权花费金钱，因为公司内部人可以重设期权的执行价格。当股价跌至期权价内区间后，内部人可降低期权执行价格，使期权免遭执行。

虽然通货膨胀的威胁很小，但格林斯潘于8月10日再次将联邦基金利率上调25个基点，达到1.5%。加息决定宣布时，道琼斯指数迎来三位数上涨。但这一举措只是暂时的，此后道琼斯指数恢复了水平震荡的情况。美联储连续两次加息之后，美国第三季度经济似乎出现放缓。8月26日，道琼斯指数收于10 181.74点。住房市场放缓，7月现房销售量环比下降了6.4%，价格中位数没有提高。8月失业率下降到5.4%，就业增加14.4万人。在认为经济“似乎已经恢复了动力”的情况下，美联储9月21日再次加息25个基点。当天，道琼斯指数收于10 244.93点，但第二天下滑至10 109.18点。受佛罗里达的飓风、俄罗斯动乱以及尼日利亚石油生产问题等因素的影响，石油价

格在9月28日收于49.90美元/桶。康菲公司后来宣布向俄罗斯卢克石油公司（Lukoil）投资23.6亿美元。

实际上，2004年第三季度经济继续复苏。8月，建筑业创历史新高，制造业活动强劲。15年期抵押贷款利率约5%。消费支出上升，生产率约4.6%，家庭财富增长11%，企业税后利润近20%。企业资本投资年均增长14%，机械使用提高54%。通货膨胀保持低位，但石油价格在10月连续五个交易日创新高，达到每桶54美元。

10月1日，道琼斯指数收于10 192.65点。尽管9月美国经济创造了9.6万个就业岗位，失业率维持5.4%，但民主党认为还不够。10月，国会通过了一项公司税法，取消了违反世界贸易组织关贸总协定标准的出口补贴税，但同时增加了约1 000亿美元的其他税收减免项目。商业银行为争夺资金，向客户发放礼物，如平板电视、汽车等。纽约市的社区银行（Community Bancorp.）向一位购买了40万美元大额可转让定期存单的客户赠送了一辆凯迪拉克汽车，但该客户未来5年只能收获1%的利息。一个具有可比性的金融工具sans Cadillac的收益率是3.51%，收益差额超过这种车辆的租赁金额。这再次证明华尔街没有免费午餐。

10月，市场出现震荡。10月25日，道琼斯指数触及11个月低点后，在接下来的两个交易日上涨250点，达到10 002.03点。石油价格创历史新高收于每桶55.15美元，但在11月2日跌至50.13美元。当日，天然气价格大涨，黄金收于每盎司429美元。第三季度企业业绩令人失望，较上季度利润下降2.4%。但标准普尔500指数中有近2/3的上榜企业达到或超过了分析师的盈利预期。联合航空、全美航空、美国航空面临严重亏损，达美航空面临破产。捷蓝航空（JetBlue）收入急剧下降。CA技术公司（Computer Associates）因会计问题损失9 600万美元。朗讯盈利，南方贝尔（BellSouth）通讯公司收益下滑。由于石油价格上涨，埃克森美孚收益增长56%。荷兰皇家壳牌集团情况类似。戴姆勒克莱斯勒公司（Daimler Chrysler AG）获得利润12.1亿美元，而易趣网（eBay）的收入则增长了52%。戴纳基（Dynegy）能源公司12月发布盈利预警，预计2005年将大幅亏损。

2004年总统大选投票当天，投票后民调（exit polls）错误地显示参议员克里在关键州取得领先，引发市场大幅下滑。后来，布什总统最终连任的消息使股市反弹，道琼斯指数在11月8日升至10 391.31点。11月15日，石油价格下跌至每桶46.87美元，但美元兑欧元下跌，1欧元兑1.2987美元。11月4日，黄金价格上涨至每盎司430.10美元，创16年来的高点。就业增长强劲。面对上述好消息，格林斯潘再次加息，使联邦基金利率达到2%。这是美联储6月以来的第四次连续加息。格林斯潘后来在国会作证时表示，联邦预算赤字是"不可持续的"，同时他对长期利率没有随短期利率一道上升感到困惑。市场继续攀升，11月15日达到7个月高点10 550.24点。消费支出增长，12月的个人储蓄率接近创纪录低点。美国储蓄率从20世纪80年代的8%降到2004年的1%左右。

2004年第四季度，埃克森美孚公司报告实现利润84.2亿美元，法国媒体公司维旺迪公司4年内首次报告盈利。保险公司美国国际集团（AIG）尽管面临监管问题，但净收入还是增长了12%。后来，AIG收到SEC和艾略特·斯皮策的传票，随即导致股票价格和道琼斯指数下跌。这一季度，零售商阿诺德公司（Ahold Nv）从会计丑闻中恢复过来，实现了盈利。阿诺德公司因40亿美元贷款而从破产的困境中获救，但它的美国食品子公司一直处于丑闻中心，仍在困境中挣扎，未来情况堪忧。意大利大型食品公司帕玛拉特公司（Parmalat SpA）一直处于数十亿美元的丑闻中，公司股票于2005年10月恢复交易后，便成为收购的目标。公司创始人卡利西托·坦兹（Callisto Tanzi）仍在米兰法庭接受关于他在欺诈中角色的审判。与此同时，破产的百货批发经销商弗莱明公司（Fleming Co. Inc.）的5名高管因2001年操纵账户被SEC延迟起诉。

12月，美国家庭个人收入增长3.7%，一定程度上同微软公司发放320亿美元股息有关。尽管11月贸易赤字创历史新高，但12月经济增长率仍达到4%，全国性银行贷款违约率是6年低点，制造业实现连续19个月上涨，就业增加157 000人，全年就业增加220万人，收复了市场低迷时的失地。工业产值4年来首次上涨，引起了人们对通货膨胀的担忧。道琼斯指数上涨至

10 676.45点，12月23日超过10 800点，但美元兑欧元下跌至1.3640美元兑1欧元新低。2004年，风险投资量上升，实现4年来首次增长。这一年，IPO数量超过250个，而2003年只有85个。2004年12月并购活动创下月度纪录，2004年股票承销量5.7万亿美元，也是历史最高纪录。收购兼并活动比2003年增长了50%，是1998年以来最大的年增长率。

一些大型兼并活动正在进行。其中之一是宝洁公司（Proctor & Gamble，P&G）和男士剃须刀公司吉列公司（Gillette）价值570亿美元的合并。这一合并将给吉列公司首席执行官詹姆斯·基尔茨（James Kilts）带来1.5亿美元以上的收入。此外，还将给巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司带来大量利润，因为该公司持有大量的吉列公司股票。伯克希尔哈撒韦公司2004年的盈利有所下降，公司持有400亿美元现金，因为巴菲特认为缺乏好的投资机会。但这一合并遭到马萨诸塞州州务卿威廉·加尔文（William Galvin）的反对，他认为宝洁公司开出的价格不够。加尔文作为国家工作人员参与收购兼并谈判让人吃惊，宝洁公司以联邦证券法禁止有关行为对加尔文提出诉讼。加尔文没有放弃，在针对华尔街的斗争中开辟了新战场，他攻击高盛和瑞银在上述兼并案中估值的公平性。投资银行对并购公司估值的公平性长期受到质疑，人们认为投资银行只会根据付款人的要求作出评估。

电信业也在整合。AT&T公司被SBC通讯公司（SBC Communications）以160亿美元收购，造成1.3万个工作岗位流失。奎斯特通讯公司（Qwest）对世通公司曾经的一部分MCI公司提出63亿美元收购价，威瑞森公司（Verizon）也随之加入竞标并提出76亿美元收购价，MCI公司表示愿意接受威瑞森出价。实际上，76亿美元价格低于奎斯特公司后来提出的收购价格，也低于MCI公司经破产法庭对世通公司审判之后的市场价值。MCI公司接受威瑞森的兼并似乎也同特拉华州关于拍卖的要求有抵触。接受威瑞森的兼并同时也有一些讽刺意味：当初世通公司市值1 800亿美元时，其总裁伯纳德·埃伯斯（Bernard Ebbers）拒绝了威瑞森的并购要约，结果导致公司交上厄运。针对威瑞森的报价，奎斯特提出了更高的出价89亿美元，比威瑞森的报价高出19%，但再次被MCI拒绝。奎斯特接着报出了97.4亿美元，仍被拒绝。然后

奎斯特就退出了战场，并发誓要让反垄断当局叫停该交易。MCI 公司最终接受威瑞森的价格实际比奎斯特的报价低了约 13%。即使威瑞森曾在关于世通公司的破产法庭上表示，MCI 公司是世通公司“犯罪企业”的成果，应该被清算以防止与威瑞森竞争，但 MCI 公司最终还是选择了同威瑞森合并。MCI 公司首席执行官迈克尔·卡佩拉斯（Michael Capellas）宣布合并后离开公司，并带走 4 000 万美元补偿。

媒体公司维亚康姆（Viacom）宣布冲销 180 亿美元商誉。环球电讯公司（Global Crossing）第四季度报出亏损。阿德尔菲亚通讯公司表示有意被收购。时代华纳公司和康卡斯特公司（Comcast Corp.）就同私募基金 KKR 和普罗维登斯股权基金（Providence Equity Partners）竞争阿德菲亚公司。前两位联合提出 170 亿美元的收购价格。垃圾债券对冲基金经理威廉·哈夫（William R. Huff）持有大量阿德菲亚公司债券，正在寻求更高的收购价格。KKR 基金还同贝恩资本合伙人企业（Bain Capital Partners）以 57 亿美元收购了玩具反斗城公司（Toys'R'Us）。

2004 年末，道琼斯指数收于 10 783. 01 点，同比上涨 3. 1%。标准普尔 500 指数同比上涨 9%。纳斯达克指数上涨 8. 6%，收于 2 175. 44 点。尽管共同基金行业存在监管问题，但多元化股权投资基金年平均回报率达到 12%，跑赢了指数。资产管理公司莱格曼森（Legg Mason）的基金经理比尔·米勒（Bill Miller）业绩连续第 14 年超越标准普尔 500 指数。

布什总统正处于攻势。他任命了一个特别工作小组（blue ribbon panel）研究如何简化税制，继续推进社会保障改革和防止对企业滥用诉讼的改革。经济显然已经得到恢复，格林斯潘 12 月 14 日再次加息 0. 25 个百分点。联邦储备委员会表示，将继续以“可以衡量”的速度提高利率。此时，10 年期国债收益率为 4. 22%。

2004 年，GDP 增长 4. 4%，是 5 年来最高值。第四季度的生产率增长达 2. 1%。12 月，出口创纪录，但全年贸易赤字也创历史新高，达 6 660 亿美元。职工 401（k）的养老账户余额平均上升 10%。家庭净资产创纪录，达 4 853万亿美元。百万富翁家庭（不计房产价值）数量增加，达到创纪录的

820万户。消费者负债也创纪录，达到2.12万亿美元。后来，国会收紧破产法，为债务人提供更多保障。参议院民主党没能阻止通过限制反堕胎抗议者的“毒丸”修正案（poison pill amendment）。

公司利润在2004年第四季度环比增长13.5%，是1992年以来最强劲增长。到2005年1月，华尔街已连续27个月保持牛市。同时，担忧也在增长，因为市场在1月已显疲态。格林斯潘于2月2日再度加息。2005年头6周IPO创历史新高，达到84亿美元；1月新房开工率达21年来高点。这引起一波报刊评论，认为泡沫正在酝酿。特别令人关注的是每月只付利息、不需偿还本金的抵押贷款。2005年4月，新房销售创下纪录，中位价达到23.08万美元。格林斯潘发表声明说，房地产市场出现“泡沫”，而且不可持续。但他没有说是全国性的市场泡沫，只是区域性泡沫。

两家健康保险公司优点（WellPoint）和安瑟姆（Anthem）合并后，第四季度盈利下降12%。酒店和旅行集团胜腾公司（Cedant Corp.）季度盈利增长24%。公司首席执行官亨利·西尔弗曼（Henry Silverman）为此得到2 400万美元的奖金。史密斯菲尔德食品公司（Smithfield Foods）在《华尔街日报》刊登整页广告，宣传在1975年4月8日约瑟夫·W. 罗特三世（Joseph W. Luter III）担任公司首席执行官时的100美元股票，到2005年的情人节将价值105 600美元。雅虎公司总裁特里·塞梅尔（Terry Semel）2004年奖金达到1.2亿美元，其中主要是期权奖励。维亚康姆公司的包括萨姆纳·雷德斯通（Sumner Redstone）在内的三位高管，每人获得5 000多万美元的奖金。另一位赢家是施乐公司董事长兼首席执行官安·穆尔凯（Ann Mulcahy）。公司正在从会计丑闻中恢复，穆尔凯的薪酬在2004年增长超过50%，达到820万美元。但这种额外的激励似乎没有太大的好处。施乐公司在2005年第二季度业绩令人失望并宣布裁员2 600人。品牌服装公司阿贝可别 & 费池（Abercrombie & Fitch）的首席执行官迈克尔·杰弗里（Michael Jefferies）获得1 200万美元奖金，但受股东起诉后放弃奖金。他还同意放弃未来两年的期权奖励。

华尔街也在欢庆金融机构总裁获得丰厚薪酬。美林公司的斯坦利·奥尼尔收获3 200万美元。高盛公司的亨利·保尔森（Henry Paulson）获得2 980

万美元。贝尔斯登的詹姆斯·凯恩（James Cayne）获得2 470万美元。雷曼兄弟的理查德·福尔德（Richard Fuld）获得2 630万美元。花旗集团的薪酬有所下跌，但桑迪·威尔和他的两位副手都收到1 600万美元以上奖金。美洲银行首席执行官兼董事长肯尼斯·刘易斯（Kenneth Lewis）收到1 930万美元奖金，尽管当时银行为解决丑闻已支出超过10亿美元。

摩根士丹利首席执行官菲利普·珀塞尔（Philip Purcell）在这一年收到2 200万美元的奖金。但拥有公司1%股权的前高管批评他管理不善，导致股票落后于同行。作为对批评的让步，珀塞尔同意股东批准了一项规定，不再采用分级分期董事会模式（staggered board of directors）。但这对于给董事会写信要求更换珀塞尔的8位前高管来说是不够的。对此，珀塞尔任命他的两名副手斯蒂芬·克劳福德（Stephen Crawford）和佐伊·克鲁兹（Zoe Cruz）担任共同总裁作为回应，结果导致另外两名高管辞职。后来辞职的还有约瑟夫·佩雷拉（Joseph R. Perella），一位非常有资历的投资银行家。此外，珀塞尔深入参与摩根士丹利的零售业务。该类业务受SEC严格监管，但他不完全认同全面披露制度，他曾说："职业监管者是我生命中遇见过的最可怕的动物。"

为了阻止批评，珀塞尔表示会尝试出售摩根士丹利Discover信用卡业务，但这并未让公司老投资银行家满意。他们找来新泽西州的公共养老基金攻击珀塞尔。后来，加州养老基金（Calpers），美国州、郡和市政雇员联合会（American Federation of State, County, and Municipal Employees）等也加入批评者的行列。另一个组织，机构投资者理事会（Council of Institutional Investors）被劳工代表控制之后，也开始批评珀塞尔。此外，摩根士丹利因为向家用电器制造商太阳波（Sunbeam）公司提供的投资银行服务，受到罗纳德·佩雷尔曼（Ronald Perelman）在佛罗里达州法庭的起诉。法庭因为摩根士丹利未能及时提供所需电子邮件，否定公司的任何辩护。在三名陪审员同佩雷尔曼的律师神秘接触后，审判一度陷入了混乱。最终，陪审团裁决摩根士丹利赔偿佩雷尔曼补偿和惩罚性赔偿金总计14.5亿美元；法官在此基础上又增加了1.3亿美元的利息损失赔偿。这一裁决超过了最高法院对埃克森美孚公司未能

向加油站支付承诺折扣的13亿美元的裁决。

珀塞尔随后宣布辞职，由先前被他逼出公司的约翰·马克（John Mack）替代。马克是在头两年6 000万美元薪酬的诱惑下接受这一职务的。珀塞尔离开时获得4 390万美元的补偿金和每年25万美元的退休年金。摩根士丹利还同意每年根据珀塞尔的选择向慈善机构定向捐助25万美元。珀塞尔还通过出售公司股票和期权收获4 000万美元，有关股权约占公司总股本的20%。珀塞尔的下属斯蒂芬·克劳福德担任共同总裁不足4个月，但也获得3 200万美元的遣散费，作为离职礼物。这引发媒体另一轮批评，三家养老基金也开始攻击公司董事会。随后，马克放弃了他的固定奖金，选择基于业绩的薪酬模式。尽管未能出售Discover信用卡业务曾是对珀塞尔的主要批评之一，但后来这项出售计划也被放弃了。管理层的变化并没有阻止公司面临的监管问题。SEC正因摩根士丹利没有按照要求保留查询需要的电子邮件而威胁罚款1 000万美元。

在美国，证券业雇用79万人，服务9 300万名投资者，产生收入2 100亿美元。美林公司、摩根士丹利和派杰投资银行（Piper Jaffray）宣布，它们将不再对5万美元以下的账户支付经纪佣金；这使为这类账户提供服务失去了动机。纽约证券交易所警告经纪人行业，不要对流动账户（sweep accounts）中投资者现金支付低于货币市场利率的收益率。

更多欺诈行为

2005年以对世通公司伯纳德·埃伯斯、泰科公司丹尼斯·科兹洛夫斯基（Dennis Kozlowski）和健康南方（HealthSouth）医疗公司理查德·斯克鲁士（Richard Scrushy）的审判拉开序幕。对肯尼斯·莱（Kenneth Lay）和杰弗里·斯基林（Jeffrey Skilling）的审判推迟到2006年1月举行，那时安然公司已经倒闭5年了。威达信保险公司（Marsh & McLennan）的丑闻正逐渐被美国国际集团的丑闻所遮盖。玛莎·斯图沃特于2005年3月出狱，她通过一系列名人采访和推介节目引发媒体关注风潮。斯图沃特迅速地出版了新书《玛莎规则》（*The Martha Rules*），并同西瑞斯（Sirius）卫星广播公司签署协议，

成立玛莎·斯图沃特频道。很快，斯图沃特就通过名人采访和她《学徒》式的主持风格称霸了无线广播，但她的节目也收到不好的评论。KB 之家（KB Homes）房地产公司宣布，正在邀请斯图沃特设计位于北卡罗来纳州的新建住宅。在某天晚上，当斯图沃特在接受拉里·金（Larry King）的正面采访时，另一个频道却正在播放她被审判和监禁的电视片。该电视片的制作人精心挑选了一个很不吸引人的演员去饰演斯图沃特。斯图沃特还在去加拿大时遇到困难，加拿大当局因为她曾被定罪而拒绝她入境。

与对斯图沃特的处罚不同，塞缪尔·瓦克萨（Samuel Waksal）的两位朋友在2005 年11 月同意支付277 万美元，来解决关于他们对英克隆公司股票进行内部交易的起诉。同时，政府同意放弃刑事指控。其中一人是纽约斯隆凯特林纪念医院（Memorial Sloan – Kettering Hospital）放射肿瘤科主任兹维·富克斯（Zvi Fuks）。他在瓦克萨秘密告知食品药物管理局对英克隆公司癌症药物的决定后出售公司股票，而这一行为导致斯图沃特入狱。

另一位出狱的名人是史蒂夫·马登（Steve Madden）。他受到老东家史蒂夫马登鞋具公司大规模广告的欢迎，宣告他结束因股票欺诈而被监禁的生活。沃尔玛公司副董事长托马斯·考夫林（Thomas Coughlin）由于伪造 10 万美元的费用被曝光后被迫辞职。当时，他的年薪已经超过 600 万美元。考夫林表示，这笔费用是用来补偿他同工会组织者进行斗争所花费的资金。考夫林事件的曝光受到一个大型陪审团的调查。第一泽西证券公司（First Jersey Securities Inc.）前小额股票交易之王（penny stock king）罗伯特·布伦南（Robert E. Brennan）在继续同 SEC、联邦检察官进行着 20 余年的斗争，他涉嫌对约50 万名客户进行了欺诈。他被命令返还 7 500 万美元，但他试图通过各种欺诈手段掩盖其资产。2005 年，他被判定犯有破产欺诈罪，但藐视法庭罪被上诉法庭搁置。

会计问题继续存在。办公用品供应商办公仓库（Office Depot）由于对租赁的会计处理不当，导致重述 2002 年至 2004 年盈利。塔吉特公司（Target Corp.）、梅百货公司（May Department Stores）和科尔士百货公司（Kohl's Corp.）也遇到类似问题。食品供应商康尼格拉公司（ConAgra）由于会计差

错重述利润。高端百货连锁店塞克斯公司（Saks Inc.）由于供应商不当“降价”导致财务报告延期公布，其中3名高管在内部调查中被解雇。电子产品销售商百思买公司（Best Buy）和电路城公司（Circuit City）也因为会计问题延迟公布财务报告。

摩根大通对房地产部门高管、总裁杰米·戴蒙（Jamie Dimon）的密友迈克尔·温伯格（Michael Weinberg）进行内部调查被曝光后，摩根大通再次进入媒体视野。调查聚焦温伯格同建筑公司J. T马根（J. T. Magen）的关系，该公司既为温伯格的公寓工作，也为银行工作。该建筑公司同时被曼哈顿地区检察官调查，据称它向花旗集团高管托马斯·莫根（Thomas Moogan）提供回扣，而莫根随后也被曼哈顿地区检察官指控。莫根一定最初不准备合作，因为她的妻子提交虚假的报税表而掩饰此事。

艾略特·斯皮策对花旗集团掠夺性贷款进行调查。早些时候，花旗集团已经就此向联邦储备委员会支付了7 000万美元罚款。不幸的花旗集团还由于旗下美邦基金（Smith Barney mutual funds）遇到更多麻烦，它因用外包转账服务换取投资银行业务而受到SEC 2.08亿美元罚款。在绝望中，花旗集团雇用了纽约著名律师事务所的合伙人迈克尔·谢尔（Michael Schell）担任全球银行业务部副董事长；聘请纽约另一家大公司的合伙人刘易斯·卡登（Lewis Kaden）填补另一位副董事长职位。这样看来，商人似乎不再能够经营金融服务类公司了。在这一过程中，花旗集团还支付了20亿美元，解决加州大学董事会在安然事件中提出的集体诉讼。花旗集团已经变成监管机构和集体诉讼律师的自动提款机。

花旗集团放弃了资产管理业务，将其与莱格曼森（Legg Mason）资产管理公司的经纪业务进行交换。这一交换宣告所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）在花旗集团的遗产彻底消失。桑迪·威尔试图脱离花旗集团，但他最初要求的遣散费对董事会来说太多了。董事会特别担心他会提出使用公司飞机等要求，因为纽约证券交易所的理查德·格拉索（Richard Grasso）和摩根士丹利的菲利普·珀塞尔的退休计划产生糟糕的宣传效应。据报道，董事会对威尔计划对花旗集团一些业务进行竞争不满意。威尔的继任者查尔斯·普林

斯（Charles Prince）将花旗集团的业务重点从业务扩张转向内部治理。

完全信息披露的继续失败

毕博咨询公司（Bearingpoint）的咨询师在离开公司之后，完全不再使用他们的审计本领了。2005 年 4 月，毕博公司宣布，其财务报告不值得投资者信赖，而且将不发布 2005 年前 9 个月的财务业绩了。9 名高管离开公司，导致公司损失约 4 亿美元商誉。公众公司会计监督委员会（Public Company Accounting Oversight Board，PCAOB）认为，四大会计师事务所的审计都存在缺陷，小型会计师事务所 BDO 西德曼（BDO Seidman）也如此。似乎世界上没有一个好的审计公司。安达信会计师事务所垮台后，其他会计师事务所利用其议价能力，要求客户承诺放弃对审计失误索赔的权利。

交叉公众广告公司（Interpublic）先是无法发布财务报表，后来重述了公司 1999 年至 2004 年的报表，减记了 5 亿多美元收入。汤米·希尔菲格公司（Tommy Hilfiger）存在操纵账目行为，宣布重述 2001 年至 2004 年报表。电子移动通讯设备公司 iGo 的 3 位高管被 SEC 起诉，认为他们夸大公司收入数百万美元。零售商有限品牌（Limited Brands）公司花费 6 100 万美元来纠正以前租赁会计核算中的错误。高压电枪制造商塔瑟国际（Taser International）宣布，其 2004 年的会计报表不能被信赖。

SEC 起诉亨廷顿银行（Huntington Bancshares）夸大 1997 年至 2003 年盈利 1 亿美元。亨廷顿银行为此花费了 750 万美元。银行 3 位高管还同意退还奖金，其中包括公司首席执行官托马斯·哈格林（Thomas Hoaglin）。2005 年 4 月，环境产品和服务公司安全—克林（Safety - Kleen）的首席执行官肯尼斯·温格（Kenneth Winger）和首席财务官保罗·汉弗莱斯（Paul R. Humphreys）因 1997 年至 1999 年夸大 5 亿美元利润的会计操纵，被判罚 2 亿美元。公司的外部董事为此被罚 3 600 万美元。公司的审计公司普华永道因未能发现该问题也被判罚 4 800 万美元。

零售商美元通用公司（Dollar General）因 1998 年至 2001 年操纵账目被 SEC 起诉，认罚 1 150 万美元。软件公司火塘（Firepond）销售主管詹姆斯·

瑞德（James E. Reid）被指控在2002年为夸大公司盈利、增加自己佣金而伪造500多万美元的销售合同。SEC正在考虑修改规则，这将进一步增加公司财务报表重述的数量，但它还是放过了大都会人寿保险公司（MetLife）2003年第二季度3 100万美元的会计差错。

纸巾制造商美国纸巾（American Tissue）的首席执行官麦迪·加伯扎德（Mehdi Gabayzadeh）因旨在使公司脱离破产状态的3亿美元计划，被定罪为证券欺诈。有股东起诉甲骨文公司首席执行官拉里·埃里森（Larry Ellison）和董事长杰弗里·亨利（Jeffrey Henley）存在内幕交易行为，因为他们在2001年公司不利的收益报告公布前出售了持有的本公司股票。特拉华州法院未支持股东的起诉。原告律师小约瑟夫·塔巴科（Joseph Tabacco Jr.）发誓要在加利福尼亚州再次起诉，因为他认为加利福尼亚州的法律更加有利。接着，埃里森表示，愿意向塔巴科选择的慈善机构捐赠1亿美元来了结此事。但是，加利福尼亚州的法官没有作出有利于塔巴科的判决，而是要求公司支付2 250万美元罚金，而这笔费用最终将由股东承担。对埃里森的指控在特拉华州法庭同样被驳回，因为该法庭认为，任何理性的法官或陪审团都不应判处他有罪。在加利福尼亚州案件判决处理期间，埃里森宣布甲骨文正在以58.5亿美元收购软件公司西贝尔系统（Siebel Systems）。具有讽刺意味的是，一个联邦法院法官刚刚否决了SEC对西贝尔系统公司负责人托马斯·西贝尔（Thomas Siebel）的起诉。起诉的原因是西贝尔违反了禁止公司高管向分析师泄露信息的完全信息披露规则。

生物医药公司比尔根（Biogen）的首席科学家奈比勒·汉纳（Nabil Hanna）因为依据一个有前景的癌症治疗信息进行内幕交易而被SEC起诉，他为此支付了37.5万美元罚金。时任美邦公司代理律师、后来的摩根士丹利代理律师玛丽莎·巴迪斯（Marisa Bardis）向杰夫瑞·施特赖希（Jeffrey Streich）透露有关合并的机密信息。施特赖希把这个信息告诉了罗伯特·布里德（Robert Breed），布里德又转述给他的母亲、兄弟和妻子。然后他们就利用这些信息进行了交易。新泽西州的一位政治家加里·塔夫特（Gary Taffet）也因内幕交易受到SEC起诉，他的信息来源是一家律师事务所秘书的丈夫菲奥

雷·加卢奇（Fiore Gallucci)。加卢奇从妻子那里得到消息，并转告给塔夫特和另外一位朋友。英克隆制药公司案件带来了阴影，SEC 起诉医药公司转核治疗（Transkaryotic Therapies）首席执行官理查德·塞尔登（Richard B. Selden)，认为他在了解到食品和药物管理局不会批准该公司所宣传的药物后，出售了其持有的公司股票。

丑闻还在继续。供流动性较差股票进行交易的“粉单市场”（pink sheets）上的丑闻变得越来越普遍。提伯伦（Tiburon）资产管理公司的对冲基金经理文森特·蒙塔尼亚（Vincent Montagna）因夸大回报和窃取客户资金用于个人开支（包括购买了一件貂皮大衣）而被捕。SEC 指控迈克尔·奥格雷迪（Michael O'Grady）在“哄抬股价、逢高卖出”（pump and dump)，用伪造的“黛比”的名字散布了数千条股票虚假信息。佛罗里达州一名客户用旅行包装了 4 万美元投入相关股票。约翰·利普顿（John S. Lipton）和其他 7 人因涉嫌旁氏骗局诈骗 1 000 多名投资者 8 000 多万美元而被捕。俄亥俄州共和党官员托马斯·诺伊（Thomas Noe）因州立工人养老基金投资于稀少硬币的 1 300万美元消失，而受到 SEC 调查。诺伊还因为通过其他人向布什总统竞选提供资金违反联邦竞选捐款限额而受到指控。歌剧院的知名赞助人阿尔贝托·维拉（Alberto Vilar）因窃取 500 万美元用于歌剧院捐款和个人消费而被捕。SEC 指控阿里美斯软件（AremisSoft）公司联合首席执行官罗伊斯·珀伊亚德斯（Roys Poyiadjsis）夸大公司盈利，在公司破产前卖掉自己数百万股股票。他为此支付 2 亿美元来了结此案。加里·范·温恩伯格（Gary Van Waenenberghe）在销售金融产品增强汽车应收账款（Enhanced Automobile Receivables，EAR）和实际第一抵押权（Reality First Mortgages，RFM）过程中盗用 600 余名客户的 2 400 万美元而被 SEC 起诉。

全国证券交易商协会（NASD）同意 14 家经纪公司缴纳 3 400 万美元了结 NASD 的起诉。这 14 家经纪公司有从共同基金收取的未披露款项，向这些基金提供“特殊待遇”，在推荐股票时给予优待。美国第 11 大保险公司万通保险（MassMutual Financial Group）的一项内部调查导致公司董事长兼首席执行官罗伯特·奥康内尔（Robert J. O'Connell）被辞退，因为他私自提高自己退

休金数百万美元，保护儿子和女婿免受公司纪律处分。他的其他个人行为也受到调查，相关高管也被辞退。他的妻子因奥康内尔同公司女性高官有染而和他离婚。

美洲银行花费了350亿美元收购著名信用卡公司MBNA。运动鞋制造商阿迪达斯用38亿美元收购了竞争对手锐步公司（Reebok）。这笔交易让锐步的首席执行官保罗·费尔曼（Paul Fireman）获得8亿美元收益。来自克罗地亚的63岁妇女苏加·安提西维克（Sonja Anticevic）及另外9名妇女被美国SEC指控，认为她们利用上述兼并的内幕信息进行交易，获得超过400万美元的非法利润。被告们还通过购买价外看涨期权来增加利润杠杆。在另一宗案件中，休伯特·杰弗里斯（Hubert A. Jeffreys）被指控在关于他的滑板公司美国地面运动（Earthboard Sports USA）和另一家未通报名字的“主要”鞋具公司之间合并的问题上欺骗投资者。

参议院共和党多数党领导人比尔·弗里斯特（Bill Frist）突然出售家人创立的大型医院公司HCA公司的股票。他的股票本应进入保密信托基金（blind trust），但他要求家庭成员在导致股价急剧下降的不利收益报告公布前卖掉股票。弗里斯特表示，他出售股票是为了避免在关于影响医院的立法中出现利益冲突。《纽约时报》发表社论，要求政府对此进行调查。曼哈顿检察官和SEC很快就采取行动。

另一起安然事件

瑞富公司（Refco Inc.）是一家商品经纪公司，2005年8月上市，融资5.8亿美元。公司股票在纽约证券交易所上市交易两个月之后，公司被卷入丑闻，人们把它比作是新的安然公司。瑞富公司于1969年创办，最初用其创始人的名字命名雷伊·弗里德曼公司（Ray E. Friedman&Co）。20世纪70年代，继子托马斯·迪特默（Thomas Dittmer）接手公司后，把名字简化成由几个单词的首字母的缩写：Refco。迪特默是一个激进投机者，长期交易牛期货和其他期货合约，而且因在交易得胜后散发黄金手表而闻名。

瑞富公司第一次恶名昭彰是其阿肯色州斯普林代尔（Springdale）子公司

经纪人罗伯特·博内（Robert Bone）在1978年和1979年间，对希拉里·克林顿1 000美元的商品期货投资给予了10万美元的短期回报。那是希拉里第一次进入商品期货市场，这笔收益也成了她丈夫在总统竞选被批评的把柄。当希拉里获得收益时，博内的其他客户却因牛价格下跌而在期货市场面临大量亏损。博内被芝加哥交易所和芝加哥商品交易所暂停了监督和销售职务，然后他就与瑞富公司面临的诉讼扯上关系。陪审团发现，托马斯·迪特默曾经利用博内及其客户哄抬牛价，然后迪特默做空，牛价格跟着大幅下跌。牛价格的下跌使博内的客户蒙受损失，也给养牛者造成困扰，他们只能接受更低的价格。陪审团裁决被联邦上诉法院搁置，因为没有足够的证据支持关于价格操纵的指控。这使迪特默免于大量的损害赔偿。但芝加哥商业交易所认为迪特默监管不善，暂停其参与交易6个月。

这些问题之后的几年里，瑞富公司成长为商品期货交易委员会（CFTC）监管下最大的商品期货交易商之一。这种成长在很大程度上得益于收购其他萧条公司，同时瑞富公司在进行交易、处理客户关系方面激进的声誉也逐步形成。在政府放松管制之后，瑞富公司将业务扩展到场外衍生品交易。1999年，由于客户违约，公司遭受巨大损失，迪特默随后离开了公司。他认为公司当时没有什么价值了。据传，他承诺埃德温·考克斯（Edwin L. Cox），如果考克斯协助他挽救公司，他将把公司50%的股权转交给考克斯。考克斯是德克萨斯州的一名商人，曾因银行诈骗被定罪监禁，后来被老布什总统赦免。考克斯投资了瑞富公司，而迪特默据传的50%公司股权承诺在公司复苏后导致二人之间很多诉讼。迪特默似乎在诉讼中占上风。

瑞富公司面临商品期货交易委员会（CFTC）的几个监管问题，为解决其中一项，瑞富公司就缴纳了600万美元民事处罚罚金。CFTC还罚了瑞富公司125万美元，因为它提交净资本头寸的虚假报告，其实际头寸已经低于预警水平。CFTC进一步指责公司的会计系统不充分。公司旗下一家子公司被发现允许客户进行虚假交易（wash sales）。在另一起案件中，CFTC认为瑞富公司在监督员工方面是失败的，允许虚假的订单分配。

瑞富公司也是一些心怀不满的私人客户提出的诉讼对象。为此，公司聘

请了 CFTC 执法部门负责人丹尼斯·克莱恩（Dennis Klejna）担任法律顾问来处理相关问题，但公司业务的扩张又引出了其他问题。瑞富公司设立了一家受 SEC 监管的股票经纪部门。该部门负责人桑塔·马乔（Santa Maggio）涉嫌操纵卖空软件公司西多纳（Sedona）的股票，导致西多纳遭受损失。SEC 据此调查马乔。马乔同意接受 SEC 处罚，一年之内暂停担任瑞富公司任何监管职务。紧接着这一处罚决定，公司又发生了更大的丑闻事件。

迪特默 1999 年退休后，特恩·格兰特（Tone Grant）接管并重组了公司。后来，菲利普·本内特（Phillip Bennett）接替了格兰特。本内特 57 岁，但长相年轻。他是英国公民，毕业于剑桥大学，1981 年被迪特默聘用。2005 年，本内特将瑞富公司多数股权出售给对冲基金托马斯·李合伙人基金（Thomas H. Lee Partners）。该基金的股东包括几个大型养老基金，如加利福尼亚州公共雇员养老计划（Calpers）投入了 2 亿美元。该对冲基金曾因购买和出售饮料公司斯纳普（Snapple）的股票获利而闻名。2005 年 8 月，在与该对冲基金交易后不久，本内特安排了瑞富公司 IPO。据传，公司内部人员，包括本内特和格兰特，通过上述向对冲基金出售股权及后续 IPO，从公司抽走资金 10 亿美元以上。IPO 之后，本内特仍在公司占有大量股权。

瑞富公司的丑闻在 2005 年 10 月 10 日爆发。公司辞退了本内特和马乔并宣布，公司向 SEC 提交财务报表不可信赖。纽约证券交易所立即停止了对瑞富公司股票的交易。本内特被解职的原因是，一名新员工发现本内特通过自己控制的一家公司承担了瑞富公司 7.2 亿美元的贷款。这些贷款是从老客户那里无法收回欠款的结果。据报道，这些老客户包括对冲基金经理维克多·尼德霍夫（Victor Niederhoffer）；他在 1997 年亚洲金融危机期间遭受了巨大损失。显然，本内特正在使用他自己的公司在季度末之前将这些贷款从公司账户中拿走，下季度开始时再放回，以隐瞒贷款无法收回的事实。新泽西州自由角落资本策略对冲基金（Liberty Corner Capital Strategy LLC）协助本内特完成上述操作。如果这些债务被公司账目记为“无法收回”，公司账目将出现亏损，根本无法 IPO。

丑闻爆发前，在公司董事会质询 7.2 亿美元贷款后，本内特同意向公司

支付现金及利息4.3亿美元。他将从奥地利工会银行——Bawag银行获得这笔钱，该银行此前也投资过瑞富公司。丑闻爆发后，Bawag银行试图阻止付款，但已太晚。曼哈顿检察官以一种适度的热忱，在公司披露了本内特贷款安排后36小时内就逮捕了本内特。检察官表示，需要立即采取行动，因为本内特的电话记录显示，他正计划逃往欧洲。事实上，本内特预订了欧洲品酒之旅。马乔没有立即被起诉；他发现同政府合作，作为对本内特起诉的证人对自己更有利。

瑞富公司的杠杆率很高，对本内特的起诉导致公司损失严重。公司被迫关闭其部分业务并宣布破产。这再次证明，对一家金融机构或其首席执行官的起诉，实际上就是对该公司判了死刑。瑞富公司的破产是历史上第四大破产案，至少在一段时间之内如此，因为之后的破产申请中房地产资产规模均大幅缩减了。俄罗斯全球合伙人（VR Global Partners）是瑞富公司的最大债权人，拥有6.2亿美元债权。詹姆斯·罗杰斯（James B. Rogers）管理的商品基金在瑞富公司有存款3.62亿美元。罗杰斯和乔治·索罗斯一道是量子基金（Quantum Fund）的共同创始人，还是一位受欢迎商业谈话的节目评论员。他写了一本书，宣传商品投资可以替代股票和其他投资产品。他的书在瑞富公司破产前发布；书中指出，他的基金增长了165%，投资对象包括世界上任何资产类别中表现最佳的指数基金。目前还不清楚瑞富公司的破产将会对罗杰斯的基金产生怎样的影响。但罗杰斯起诉瑞富公司，要求他的资金应该保管在CFTC监管下的公司账户，以保证他的资金不被其他债权人声索。

在宣布破产之后，瑞富公司急迫地出售剩余业务。公司同詹姆斯·弗劳尔斯（James Christopher Flowers）达成意向协议，以7.68亿美元的价格出售公司旗下受监管的商品期货业务。弗劳尔斯曾成功拯救日本长期信贷银行，并将银行更名为新生银行，他自己也因此被称为转危为安的艺术家。弗劳尔斯的收购意愿引起了关于瑞富公司受监管业务的招标竞争。这种对破产情况下火线销售的竞争表明，瑞富公司的价值此前被政府的起诉严重破坏了。一家经纪公司发现了丑闻中的机会。名为互动经纪人集团（Interactive Brokers Group）的经纪公司在《纽约时报》上刊登全页广告，吸引瑞富公司的客户将

其账户转移到该公司。这家经纪公司声称，该公司已经获得瑞富公司约1.2亿美元的客户账户，并在公司受CFTC监管的剩余业务的破产程序中报价8.58亿美元。其他竞标选手也逐渐出现。最后，人类集团公司取得胜利。

安然公司已经成为公司丑闻的黄金标准，瑞富公司的问题一暴露，就被媒体比作安然公司。一篇影响广泛的美联社文章曾两次将瑞富公司的丑闻与安然公司的丑闻相比较。新闻界再次聚焦2000年《商品期货现代化法案》，认为它是罪魁祸首。该法案放松了安然公司和瑞富公司业务中很大一部分的监管，允许有经验的投资者交易场外衍生产品。但是也有评论认为，并非是不受监管的业务导致瑞富公司的丑闻。相反，有关贷款问题明显属于SEC监管的范围，这又是一个完全信息披露失败的案例。像安德鲁·法斯托在安然公司的行为一样，本内特在瑞富公司的相关交易没有在提交SEC的文件中有所显示。尽管《萨班斯—奥克斯利法案》已经生效，SEC预算也翻了一番，但它还是没有发现瑞富公司有问题的贷款安排或其他问题，便允许公司上市了。

尽管《萨班斯—奥克斯利法案》建立了公共公司会计监督委员会来避免会计丑闻，但该委员会没能帮助审计人员预防或发现瑞富公司的问题。《华尔街日报》一篇社论开玩笑建议，创建一个新的监管机构来监督PCAOB。也有记者仍旧认为，这次失败表现了《萨班斯—奥克斯利法案》的漏洞，该法案没有要求首席执行官对公司IPO的财务报表进行核准，似乎他认为核准了就可以避免本内特的贷款问题。

瑞富公司出现问题之后，各种监督机制受到批评和攻击。信用评级机构立即将瑞富公司降级为垃圾债券，以此来避免批评。公司的审计师格兰特·瑟顿（Grant Thornton）律师事务所就没有这么灵敏。它在对公司的审计报告中指出，该公司的财务报告系统存在重大缺陷，但却没有发现本内特的贷款安排。这一失误导致该律师事务所在瑞富公司中止运营后，立即成为多起集体诉讼的对象。同安然事件中批评律师事务所文森 & 埃尔金斯（Vinson & Elkins）类似，《金融时报》发布了一个头版报告，透露受业界欢迎的律师事务所梅耶·布朗·罗维 & 梅沃（Mayer, Brown, Rowe & Maw）已经为本内特的贷款交易做好了准备。该律师事务所还为瑞富公司IPO提供了咨询服务。高

盛公司也受到责备，一是因为它担任瑞富公司 IPO 的承销商；二是它为瑞富公司出售资产给弗劳尔斯提供咨询服务，而弗劳尔斯曾是高盛公司合伙人。

瑞富公司丑闻中的投资者很普通。直接投资于该公司 IPO 的投资者包括加利福尼亚州养老基金（Calpers）、教师退休基金会（TIAACREF）以及纽约州和宾夕法尼亚州的州立员工养老基金。SEC 前任主席亚瑟·莱维特在丑闻爆发后被聘请为公司的顾问，但他发现自己很难在破产中发挥作用后便辞职了。玛莎·斯图沃特的律师罗伯特·莫维洛（Robert Morvillo）被聘请代表公司前首席财务官罗伯特·特罗森（Robert Trotsen）；而特克森在公司上市前的几个月突然辞职，并获得 5 400 万美元的离职费。

与安然公司不同，瑞富公司很快从报纸的头版上消失。这是因为 2005 年不是选举年，因而国会没有什么兴趣。德克萨斯州检察官起诉众议院多数党领袖汤姆·德莱（Tom DeLay）对竞选捐款洗钱，这也转移了媒体对瑞富公司的注意。此外，至少目前来看，公众似乎对财务丑闻的兴趣有所降低。

欺诈在其他领域也持续存在。SEC 起诉化肥和动物饲料生产商哈玛科技（Humatech）公司，认为该公司在英格兰一家分销商预定销量的会计记录存在问题。该公司的首席执行官戴维·威廉姆斯（David Williams）和其首席财务官约翰·罗特韦尔（John Rottweiler）也被控告。一家破产的医疗诊断公司路经（Impath）公司的 6 名高管在 1999 年至 2003 年为公司编造了 6 400 万美元的虚假收入，使得公司在实际亏损的情况下仍对外报告大量利润。这 6 名高管也被起诉，其中 4 人认罪。另外 2 人是公司董事长兼首席执行官阿努拉德·萨阿德（Anuradha Saad）和总裁兼首席营运官理查德·安德森（Richard Adelson）。纳威司达公司（Navistar International Corp.）在重述了 2002 年至 2004 年的收益后，受到 SEC 调查。

SEC 指控佛罗里达州珊瑚顶市（Coral Gables）美国养老基金（Pension Fund of America LC，PFA）及旗下保险公司通过银行和证券经纪商销售将人寿保险和投资基金混合的“退休信托计划”，从 3 400 余名投资者诈骗了 1.27 亿美元。这是 20 世纪 70 年代权益基金（Equity Funding）公司使用的欺诈手段的变种。PFA 公司拥有遍布美国中部和南部的 500 多家销售代理网络。它

没有披露高达90%的资金用于支付过高的佣金和费用。在另一起案件中，联邦调查局指控，一项精心设计的欺诈性医疗保险计划从保险公司和数千名病人处欺诈了10亿美元，这些病人被送往加利福尼亚州进行不必要的检查和治疗。

市场的发展

2005年初，道琼斯指数表现出一定强劲势头，并于3月5日达到10 940.55点；但仍低于2000年1月14日11 722.98点的高位。纳斯达克指数在3月5日时是2 070.61点，仍比2000年3月10日达到的5 048.62点低60%，但远高于2002年10月9日114.41的低点。美联储继续加息，3月22日将联邦基金利率上调至2.75%。一些明星股票仍然不见起色。微软公司的股价从峰值下跌了50%，而思科公司的股价下跌了75%。通用汽车于2005年3月宣布巨额亏损，导致其股价大幅下挫，信用评级下调至仅高于垃圾级的水平。

石油价格创新纪录，4月达到每桶58美元。美联储透露，计划继续上调利率水平，并于5月3日将利率提高至3%。美联储加息的威胁、斯皮策对大型企业的持续攻击以及IBM令人失望的第一季度业绩，导致股票市场萎靡不振。IBM在公布利润之前首先透露拟提前支付员工期权，以掩盖利润下降的事实。后来，IBM宣布回购50亿美元股票，并因为削减欧洲等地1万个职位，支付赔偿金13亿美元。

道琼斯指数在4月15日的一周下跌了近400点，收于10 087.51点。同期，纳斯达克指数跌至1 908.15点。西尔斯百货公司（Sears）由于9 000万美元的会计账目调整，导致第一季度损失900万美元。通用汽车公司带来更坏的消息：它在2005年第一季度亏损11亿美元并宣布裁员2.5万人；这个数字是安然公司失业人数的5倍。通用汽车和福特汽车的债务评级都被降低至垃圾级。80多岁的公司敌意收购者柯克·科克莱恩（Kirk Kerkorian）没有因在戴姆勒—克莱斯勒公司投资的损失而害怕，继续购买了通用汽车5%的股票。通用汽车无限期中止其高管出售股票，使他们从企业家变成了职业官僚。但这并没有带来什么好

处。通用汽车的北美业务在 2005 年第二季度亏损 12 亿美元，第三季度亏损 16.3 亿美元。公司还被其工会掐住了喉咙。这个工会的成员是全国薪酬最高的工人，公司每年给这些人支付医疗保健费 56 亿美元。同年 10 月，通用汽车削减了这一福利。达美航空公司亏损 10.7 亿美元的消息进一步冲击着市场，但道琼斯指数在 2005 年 4 月 22 日上涨了 200 多点。

尽管收入较前一年有所下降，但英克隆制药公司的股价保持上涨并超出分析师的预期。北电公司（Nortel）2005 年第一季度收入下降 75%，其总裁兼首席运营官加里·戴辰德（Gary Daichendt）在任职不到三个月就被迫辞职；但公司却在第二季度实现利润翻了两倍。泰科公司、威达信保险公司也有类似的利润下滑。泰科公司正在进行内部调查，以确定员工是否违反了《海外反腐败法》（Foreign Corrupt Practices Act）。爱德华·布林（Edward Breen）从丹尼斯·科兹洛夫斯基手中接过泰科公司管理权后，推动公司股价上涨了两倍，得到 2 亿美元奖励，但公司股票在 2005 年 8 月受季度业绩下滑的影响回落了 10%。科兹洛夫斯基和他的前首席财务官马克·施瓦茨（Mark Swartz）终于在 9 月获得相同判罚：入狱最短 8 年，最长 25 年，入狱时间超过 6 年后可以假释。科兹洛夫斯基还被判罚 1.67 亿美元，施瓦茨被判罚 8 500 万美元。二人在被判处到安全系数最高的监狱服刑后被带上手铐带走。MCI 公司在接受威瑞森公司兼并报价后宣布收入大幅下降。它还花费 1 亿美元解决了密西西比州提出的 10 亿美元税收申报问题的起诉。CA 技术公司因收益下降和可能导致会计报表重述的会计问题等原因，重新回到媒体的视野。

参议院考虑立法，要求首席执行官保证其公司税收报表和 SEC 相关财务报告的准确性。SEC 的一项调查发现，养老金咨询顾问也存在利益冲突问题，这导致金融服务行业中没有人没有污点。众议院将 4 月宣布为金融知识普及月。小投资者放弃了自己选股的努力。市场上，仅有 34% 的股权被个人投资者持有，其余均被机构投资者持有。美国只有 6 家上市公司持有 AAA 等级的债务评级。债权抵押证券（collateralized debt obligation，CDO）市场蓬勃发展，规模在 2005 年初达到 1 200 亿美元。2005 年第一季度，居民收入实现增长，国内生产总值增长率也达到 3.5%。2005 年 4 月，经济中增加了近 27.5

万个就业岗位。但消费者债务也在持续上涨，3月时达到2.127万亿美元。

2005年，公司飞机的需求量上升了30%，购买者继续登上报纸头条。《华尔街日报》甚至刊登了一篇头版文章，列举那些最严重的滥用公司资源的高管。其中，头名是媒体大亨巴里·迪勒（Barry Diller），他2004年在飞机上花费了公司83.2万美元。美国国税局制定新规则，使公司更难将高管使用公司飞机进行短期旅行作为费用扣除。但不用为迪勒担心，因为维旺迪公司表示愿以34亿美元收购迪勒持有的股份。《华尔街日报》这篇文章一定引起了社会关注，因为几个月后该报刊在首页刊登了另一篇同一主题的文章。这次的场景是高管使用公司飞机飞往佛罗里达，在独家私人度假村打高尔夫球。被披露的高管包括PPG公司首席执行官雷蒙德·勒伯夫（Raymond LeBoeuf）、通用动力公司（General Dynamics）首席执行官尼古拉斯·查布拉加（Nicholas Chabraja）、摩托罗拉公司首席执行官爱德华·赞德尔（Edward Zander）、PNC金融服务公司首席执行官詹姆斯·罗哈尔（James Rohr）以及沙利美学生贷款协会（Sallie Mae）董事长阿尔伯特·洛德（Albert Lord）等。

MCI竞标事件结束了，但收购案件还在继续。纽约证券交易所和纳斯达克启动收购电子通讯网络（ECN）进程。瓦莱罗能源公司（Valero Energy）以87亿美元收购了炼油厂珀姆科尔（Premcor）公司。双击互联网公司（DoubleClick）以11亿美元出售。通用电气公司以25亿美元的价格出售自存储业务。私募股权公司弗斯特曼·里特尔（Forstmann Little）以16亿美元收购了24小时强身健体（24 - Hour Fitness）健身公司。尼曼百货商场（Neiman Marcus）以50亿美元的价格出售。金融交易公司E贸易公司（E * Trade）愿以55亿美元收购阿梅贸易（Ameritrade）公司。SEC一位法律法官裁定，美国电力公司（America Electric Power Co.）同中部和西南部公司（Central & South West Corp.）的66亿美元合并违反了《1935年公用事业控股公司法》（Public Utility Holding Company Act of 1935）。这部法律是罗斯福新政中的一部分，不久之后就被废除了。杜克能源公司（Duke Energy Corp.）以91亿美元收购辛辛那提能源公司（Cinergy）。伯克希尔哈撒韦公司的一个部门以51亿美元购买太平洋电力公司（PacifiCorp），并承担该公司43亿美元债务。在全

球范围，意大利联合信贷银行（Unicredito Italiano SPA）以200亿美元收购德国金融服务公司HVB集团。华盛顿互助银行（Washington Mutual）花了64.5亿美元购买了信用卡发行公司珀维登金融公司（Providian Financial）。

健康保险公司优点公司（Wellpoint）以65亿美元收购同行优选公司（WellChoice），造就了健康保险巨头。林肯国家公司（Lincoln National）以75亿美元收购了人寿保险公司杰斐逊先驱公司（Jefferson Pilot），创造了全美第四大保险公司。2005年9月，欧盟委员会表示正在将其域内反垄断审查程序与美国并轨。但这一举措对霍尼韦尔公司（Honeywell）和通用电气的合并为时已晚。前些年，美国当局已批准二者合并，但合并案被欧盟委员会否定。

股票市场在5月中旬出现反弹。美元走强，欧元下跌。布什政府对中国纺织品进口采取保护性措施，从而导致美国消费者价格上涨。纳斯达克市场的一个突发错误导致一些股票定价错误，其中一只股票价格被抬高了近千美元。6月见证了经济转好，经济似乎完全摆脱了2000年衰退的后遗症。但是由于卡特里娜飓风（hurricane Katrina）的影响，石油价格持续波动，并在8月达到每桶70美元，飓风预计造成2 000亿美元的损失。汽油价格超过每加仑3美元。石油公司第三季度录得创纪录的利润。单是埃克森美孚公司季度利润就达99亿美元。这一局面引起进行价格控制和征收意外利润税（windfall profit taxes）的呼声；但这种做法在过去一直没起过作用，只是加剧能源短缺。即使是不太熟悉经济学基础知识的福克斯有线新闻频道民粹主义新闻评论家比尔·奥赖利（Bill O'Reilly）也不希望政府价格管制。相反，他想强制石油公司“自愿”限制他们的利润，以停止他对这些公司的批评。石油需求上涨的主要原因被归咎于中国。中国一家石油公司——中国海洋石油总公司（CNOOC）用一起收购案支持这种批评。该公司拟花费185亿美元收购石油商优尼科公司（Unocal）。这一收购引发政治风暴，人民开始担心中国人可能试图掠夺美国，与20世纪80年代日本在经济蓬勃发展时情况一样。雪佛龙公司提出178亿美元报价，中海油撤回了报价。

2005年第一季度，经济增长3.8%，但贫困率上升到12.7%，前20%的家庭的收入占总体的50.1%。格林斯潘和美联储继续加息。8月迎来连续第

十次加息，短期利率上调至3.50%，而上年同期只有1%。格林斯潘继续警告说，房地美和房利美持有的投资组合过于巨大，难以对冲所有风险。房利美的自身情况也印证了格林斯潘的警告。政府调查人员发现房利美存在很多会计问题，包括资产高估、使用有限的保险来预防损失等。有消息称，房利美将重述2001年至2004年的110亿美元利润。

公司盈利普遍较高，但金佰利公司（Kimberly – Clark）的业绩令人失望，还裁员6 000人。6月失业率下降至5%，8月继续下降至4.9%。尽管如此，《纽约时报》仍在抱怨就业增长缓慢，还暗示安然、世通以及其他涉嫌丑闻公司对此应负责任。道琼斯指数在7月29日达到10 705.55点，仍低于历史最高11 722点，8月26日回落至10 397.29点。标准普尔500指数和纳斯达克指数在7月达到4年高位。

现房销售在6月创下纪录，泡沫在夏季继续发展。就像在重播20世纪90年代股市泡沫一样，《经济学人》等杂志刊物都在警告，泡沫终将破裂，产生破坏性影响。格林斯潘接着警告说，投资者不切实际地假设经济风险永远较低；他将继续用更高的利率打击房地产市场泡沫。格林斯潘还指出，消费者正在用房屋作抵押进行借贷，以此支撑6 000亿美元的消费。2005年8月，房屋价格的中位数为22万美元，但利率上涨将对房地产市场产生影响。2005年发行的抵押贷款总值约为2.78万亿美元，大大低于2003年的4万亿美元。

美国家庭净资产达到创纪录的50万亿美元，但达美航空和西北航空均在9月加入美联航和美国航空的行列，申请了破产。10月，美国汽车销量下降了14%，卡特里娜飓风和丽塔飓风（hurricane Rita）对经济造成了巨大破坏。但这些问题都没能阻止格林斯潘在9月20日将利率提高到3.75%，在11月1日进一步提高到4%，而这已经是2004年6月以来美联储连续第十二次加息。美联储解释称，卡特里娜飓风和威尔玛飓风（hurricane Wilma）增加了通货膨胀压力，它还可能会继续提高利率。道琼斯指数在10月10日下跌至10 238.76点，但第三季度3.8%的强劲增长推动股指在10月28日回升至10 402.77点，感恩节期间进一步回升至10 931.62点。感恩节期间，汽油价格下降至每加仑2美元以下，但黄金价格接近每盎司500美元。房地产市场

出现冷却迹象，导致美联储暗示可能会放缓加息进程。

安然事件的后续效应

安然公司已经不存在了，但并没有被遗忘。李·法斯托（Lea Fastow）于2005年6月出狱，在一个过渡教习所（halfway house）完成最后一个月禁闭。一部同安然公司有关的纪录片《华氏9·11》（*Fahrenheit* 9/11）也于同一时期上映。这部影片平淡无奇，其中有克利福德·巴克斯特（Clifford Baxter）的自杀，有安然公司与布什政府之间的关系，还有一些为增加趣味而实际上毫无关联的档案。《纽约时报》的评论家也认为：这部影片的制作人“延展了纪录片技术的极限”。另一部影片《美国统治阶层》（*American Ruling Class*）批评攻击富人，影片包括CBS电台前主播沃尔特·克朗凯特（Walter Cronkite）的一份声明，支持对富人的批评。百老汇戏剧《特权》（*Privilege*）关注父亲内幕交易丑闻对孩子的影响。

安然时代的其他丑闻陆续披露，继续制造新闻。2005年7月，安然公司的破产管理人员获得了大量奖金。到这时，安然公司的16名前高管都被判刑事犯罪；但案件首次审判时没有任何定罪宣判（陪审团挂起一些指控，否决一些指控），这让人担心对杰弗里·斯基林和肯尼斯·莱的审判可能不会达到政府预期的严惩效果。多伦多—道明银行（Toronto－Dominion Bank）宣布，已预留2.38亿美元来解决安然公司股东的集体诉讼。已经停业的安德森会计师事务所同意支付2 500万美元来解决对其关于环球电讯公司（Global Crossing）审计结果的起诉。能源公司依靠能源公司（Reliant Energy）同意支付4.6亿美元来解决关于其2000年至2001年利用加利福尼亚州能源危机牟利的起诉，但2005年8月，加利福尼亚州再次遭到轮流停电。杜克能源公司在第三季度收取了8.83亿美元，关闭了卷入加州能源危机中的西部能源批发业务。

美林证券分析师亨利·布洛杰特（Henry Blodget）曾向公众推荐自己私下看跌的股票，他对此表示愿意悔改，后来也被新闻界重塑形象。他的文章出现在《纽约》杂志和《纽约时报》专栏中。《纽约时报》商业版一篇文章甚至发问，他所犯的罪能否被原谅。最高法院还否决了对布洛杰特的一项集

体诉讼；美林公司声称他们之前对24/7真实媒体（Real Media）公司和因特里安特（Interliant）公司股票的表现过分乐观。最高法院还同意审查另一项对美林公司集体起诉的判决。案件原告表示，因为美林公司虚夸的研究报告，导致他没有出售相关股票。另一位金融分析师保罗·约翰逊（Paul Johnson）被SEC指控在推荐股票时没有透露他持有该股票，陪审团判他有罪。

政府难以接受在起诉医疗保健公司南方健康（HealthSouth）首席执行官理查德·斯克鲁士的失败，便伙同前阿拉巴马州州长唐·谢格曼（Don Siegelman）以其他原因起诉斯克鲁士。政府表示，斯克鲁士向谢格曼行贿50万美元，用于阿拉巴马州需求审查委员会（Alabama Certificate of Need Review Board）的人员任命，因为该委员会有权批准新医院建设。南方健康（HealthSouth）公司一名财务官的亚伦·比姆（Aaron Beam）为此起诉斯克鲁士，但没有成功；却因为在公司欺诈中的角色而被判处3个月监禁。另一名财务官威斯顿·史密斯（Weston Smith）被判刑27个月，是该公司判刑时间最长的高管。史密斯还一直是欺诈的主要举报人。在斯克鲁士被无罪释放后，SEC仍不放弃起诉，联邦法官只好下令将案件送交调解。具有讽刺意味的是，陪审团却以会计欺诈为由判定公司另一名高管汉尼拔·克朗姆普勒（Hannibal Crumpler）有罪。

破产的意大利零售商阿霍德百货（Ahold NV）同意支付11亿美元，解决股东对其会计操纵的起诉。据报道，MCI公司已经与多个州达成和解计划，涉及世通公司超过7.5亿美元逃税指控。MCI将为此支付3.15亿美元。因为同SEC 7.5亿美元的和解协议，司法部同意对MCI递延起诉。司法部在决定不起诉时，还表达了对公司员工和“合法旁观者”（legitimate bystanders）的同情。MCI富有改革精神的管理层仍在困境中挣扎。公司第三季度销售额下降12%，但最终在与威瑞森公司合并之前转亏为盈了。集体诉讼律师从债券承销商那里获得更多了结费。2005年10月，花旗集团和摩根大通同意支付加利福尼亚州养老基金和其他州立养老基金6.51亿美元，而且还是在前期同纽约州共同退休基金商定的45亿美元了结费用的基础上。纽约市养老基金选择退出对世通公司的集体诉讼，并从世通公司债券承销商那里获得7 800万美元，基本消除了基金的损失。

伯纳德·埃伯斯正在对判决他在世通公司会计操纵的案件进行上诉。埃伯斯的律师表示，政府采取了安德森会计师事务所案件中的相同策略，在最高法院搁置案件的情况下，判处被告有罪。在安德森案件中，政府以起诉为要挟，要求公司律师南希·坦普尔（Nancy Temple）放弃观点。在世通公司案件中，公司首席运营官罗纳德·博蒙特（Ronald Beaumont）被冠上未暴露的共谋者，政府让他放弃观点，并允许将庭外传闻证据用于起诉埃伯斯。埃伯斯的律师曾试图要求下级法院责令博蒙特作证，并坚信博蒙特的证词能够免除对埃伯斯的判刑。

肯尼斯·莱和杰弗里·斯基林的律师也针对检方在起诉两位当事人的做法提出类似诉讼。他们声称，政府已经找到100多人作为同谋，导致胆小的潜在证人不敢跟辩护律师交谈。这一情况很糟糕，处理本案的联邦法官西姆·雷克（Sim Lake）致信38位潜在证人，告知他们可以与辩护律师交谈。雷克法官有理由关心案件的公平性。他曾以操纵公司账目为由判处戴纳基（Dynegy）能源公司高管杰米·奥利斯（Jamie Olis）24年监禁。这一判决通常用于二级谋杀。2005年10月，联邦上诉法院裁定，雷克法官高估了加利福尼亚州养老基金的损失，不能作为如此长时间判决的基础。

奎斯特国际通讯公司同意支付4亿美元来解决股东对其会计操作的索赔。政府试图让阿德尔菲亚通讯公司丑闻产生更大的宣传效应。尽管阿德尔菲亚通讯公司创始人约翰·里加斯（John Rigas）已濒于死亡，但政府还是在2005年10月以逃税的名义起诉他和他的儿子蒂莫西（Timothy Rigas）。指控基于一个令人难以理解的观点，认为他们从阿德尔菲亚通讯公司拿出的贷款成为个人收入，因为里加斯并不打算偿还。德勤会计师事务所两位审计师威廉·迪尔洛维（William Gregory Dearlove）和威廉·卡斯威尔（William Caswell）几星期前也被SEC指控协助阿德尔菲亚通讯公司开展欺诈行为。更让人惊讶的是，公司还要求企业道德特别顾问戴维·波伊斯（David Boies）辞职，因为他没有披露公司存在的利益冲突问题。公司发现波伊斯的孩子部分或间接拥有一家名叫阿米茨（Amici）公司的股权，该公司收取阿德尔菲亚通讯公司500万美元，帮助阿德尔菲亚存储和管理其法律文件。阿米茨公司的创始人兼

总经理是威廉·杜克尔（William Duker），曾是一名律师并与波伊斯有交情。杜克尔曾在1997年因诈骗联邦政府而被指控重罪，判处监禁。在联邦存款保险公司（FDIC）起诉20世纪80年代垃圾债券之王迈克尔·米尔肯一案中，杜克尔要求了巨大的诉讼代理费。波伊斯和杜克尔在该诉讼中代表联邦存款保险公司和联邦政府资产管理公司决心信托（Resolution Trust）。

波伊斯家族和阿米茨公司之间的关系是有人在抱怨阿米茨公司文件管理不充分的时候暴露的。波伊斯曾工作过的律师事务所苏立凡 & 康威尔（Sullivan & Cromwell）的一名律师抱怨说，阿米茨公司创建的数据库填充了各种电话簿、菜单、鞋类目录和食谱，以增加公司经营成本。波伊斯另外两家涉及大规模企业丑闻的客户泰科公司和奎斯特公司，也向阿米茨公司支付了数百万美元的文件管理费。丹尼斯·科兹洛夫斯基和马克·斯瓦茨声称，他们的辩护被波伊斯破坏；波伊斯在审判过程中撤回了泰科公司数万份文件，阻止辩护律师使用，直到审判结束才归还。后来还发现，波伊斯的一家律师事务所将客户推荐给法律科技分析（Legal & Scientific Analysis）公司，该公司提供专业性的法庭证词服务，但实质上由波伊斯的子女和杜克尔持股控制。

新闻媒体公司霍林格国际（Hollinger International）的控制人康莱德·布莱克（Conrad Black）的商业伙伴戴维·拉德勒（David Radler）被起诉并认罪，他为自己和相关人谋取3 200万美元虚假奖金。拉德勒同意与政府合作；这意味着他会作证指控布莱克，以换取29个月监禁和少量罚款。同时，受指控的还有霍林格公司的总法律顾问马克·基普尼斯（Mark Kipnis）。政府超乎正常的狂热做法持续进行。芝加哥检察官抓住布莱克出售曼哈顿公寓获得的890万美元，并以此起诉布莱克。起诉内容还包括未经授权的政治献金以及使用公司喷气式飞机，特别是与妻子一起前往南太平洋旅行。

垃圾管理公司（Waste Management）的创始人狄恩·班特若克（Dean L. Buntrock）和公司另外3名管理者在2005年9月同意支付3 000万美元，了结SEC对公司1992年至1997年大规模会计欺诈的指控。一仲裁小组表示，凯马特前任首席执行官兼董事长查尔斯·康韦（Charles Conway）在该公司破产崩溃期间无不当行为。但SEC几乎立即对该判断予以回应：它对康韦提起诉讼，

认为康韦在未披露公司过度增加库存、拖延向供应商付款以保持流动性方面存在欺诈。SEC 还对公司前首席财务官约翰·麦克唐纳（John T. McDonald）提起相同诉讼。

2005 年，柯达公司宣布再度裁员 1 000 人。从 2001 年起，该公司已累计裁员 2.5 万人，是安然公司的 5 倍。实际情况要更糟糕一些。尽管公司改革派让柯达公司达到近乎完美的治理架构，但自 1988 年以来，该公司已经失去了 10 万个工作岗位。2005 年第三季度 10.3 亿美元的亏损让这一趋势延续下去。

不过，公司治理仍然受到重视。SEC 起诉阿波罗出版公司（Apollo Publications Corp.）虚假宣传该公司拥有世界上最好的董事会，包括美联储主席格林斯潘、前总统老布什和吉米·卡特；宣称股东还包括英国首相布莱尔、俄罗斯总统普京和其他国家领导人。该公司网站声称，公司使命是"统一全球的语言、历史和文化，形成地球统一规则……发行单一货币和邮票……统一全球的教科书并整合到互联网上，在网上实现购物、学校教育、银行业务等"。

更多问题

全国证券交易商协会（NASD）继续对延时交易等其他共同基金违规行为处以大额罚款。2005 年 10 月，8 名经纪商因收取某些共同基金的好处，被罚款 775 万美元。证券公司詹尼·蒙特格美·斯格特（Janney Montgomery Scot）和第一同盟证券（First Allied Securities）同意支付 300 万美元罚金，解决全国证券交易商协会对其择时交易的指控。有关交易发生在 2000 年至 2003 年，由两家对冲基金的交易员进行。证券公司联盟投资者（Federated Investors）同意支付 1 亿美元罚金，解决 SEC 和斯皮策对其延时交易和择时交易的起诉，并同意将其董事会的控制权转交给外部董事。太平洋投资管理公司（Pimco）曾参与延时交易和择时交易，成为政府调查的目标，以确定该基金有关交易是否导致美国国债市场流动性不足。政府这一行动明显是对 90 年代所罗门兄弟证券公司的保罗·莫泽（Paul Mozer）操纵国债市场的呼应，政府当时的行

动几乎毁灭了该公司。证券信托（Security Trust）公司的两名高管也参与了共同基金的延时交易和择时交易，被纽约总检察长斯皮策刑事指控并承认罪名。这两位高官是公司首席执行官格兰特·西格（Grant Seeger）和总裁威廉·凯尼恩（William Kenyon）。

一家对冲基金贝优证券（Bayou Securities）在创始人退休后发现丢失了数亿美元。该基金创始人塞缪尔·伊斯雷尔三世（Samuel Israel Ⅲ）为花更多时间陪同家人在一起，在46岁时宣布退休。后来，伊斯雷尔和公司首席财务官丹尼尔·马里诺（Daniel Marino）均承认犯有诈骗罪。对冲基金的欺诈正在蔓延。21世纪以来，SEC向对冲基金经理提出50多起诉讼案件，据称有关案件导致投资者损失约十亿美元。然而，这些只是美国7 000多只对冲基金管理的8 700亿美元资产中的一小部分。

2005年9月，联邦调查局杀害波多黎各民族主义者72岁的菲利贝尔托·欧赫达·里奥斯（Filiberto Ojeda Rios），结束了一些老问题。里奥斯是一名逃犯，他曾在康涅狄格州西哈特福德的富国银行抢劫720万美元。1990年，他切断安在身上的电子跟踪装置，逃往波多黎各。对此，玛莎·斯图沃特在电视上笑了起来，表示她也曾戴过那个电子跟踪装置。后来，她的工作团队有一次在节目中都在腿上戴电子跟踪装置。斯图沃特甚至还给一只狗装上该设备。

梦工厂动画公司（DreamWorks Animation SKG）因2005年第一季度报告之前的股票交易接受调查。此外，监管的荒谬程度在SEC同福特汽车信贷公司（Ford Motor Credit Co.）关于证券发行的一项协议上达到顶点。尽管有关操作对投资者没有造成任何伤害，福特公司还是同意支付7亿美元来解决SEC的起诉。SEC既没有坚持“没有伤害，没有犯规”的原则，而且罚款也没能帮助福特公司投资者在公司财务危机加剧中免遭损害。福特公司的北美业务在2005年第二季度遭受7亿美元亏损，导致公司计划裁员1万多名白领员工，是安然事件失业人数的两倍。

多余的行政性娱乐活动有增无减。纳斯达克总裁罗伯特·格雷费尔德（Robert Greifeld）在爱尔兰一座城堡举办家庭聚会，花费约50万美元。准确的费用存在疑问，因为格雷费尔德还在起诉组织者，认为他们要了高价。迪

士尼公司在向前高管迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner）和迈克尔·奥维茨（Michael Ovitz）支付的离职费引发争议后，开始改革离职费支付模式。新的首席执行官罗伯特·伊格（Robert Iger）每年收获相对较低的离职费，约为1 725万美元。软件公司水星互动（Mercury Interactive）发生一件丑闻，向员工支付一种特殊的期权。该期权可以降低执行价格，以便期权持有人在到期时确保获得利润。公司3名高管因此辞职。

政府检察官利用在公司丑闻案件中积累的筹码寻找报酬更好的工作。安然公司丑闻事件的总检察长约翰·阿什克罗夫特（John Ashcroft）成立了一家咨询公司，就公司内部审查提供咨询。安达信案件中的助理检察长迈克尔·切尔托夫（Michael Chertoff）因在国会前无情地驳斥安达信会计师事务所获得的声望，帮助自己成为国土安全部部长。切尔托夫是否正确，难以说清，但代价是巨大的。作为国土安全部部长的切尔托夫在卡特里娜飓风之后，搞糟了拯救行动，造成巨大的生命损失。司法部刑事犯罪部门负责人克里斯托弗·雷（Christopher Wray）曾参与安然公司丑闻起诉过程，后来离开政府加入律师事务所金—斯帕丁（King & Spalding）。副总检察长、前曼哈顿区检察长詹姆斯·科梅（James Comey），曾率先发起了几起金融丑闻诉讼案件，也宣布离职。SEC执法部门负责人斯蒂芬·卡特勒（Stephen M. Cutler）返回私人部门。SEC内部曾负责安然丑闻的琳达·汤姆森（Linda Thomsen）接替他的职务。

检察官们继续破坏保护委托人商业秘密的“律师—委托人特免权”（attorney - client privilege）。计算机辅助国际公司（Computer Associates International）的前高管在律师调查公司是否存在会计丑闻时，采取欺骗行为。检察官起诉有关高管妨害司法，并迫使他们认罪。政府表示，公司高管应当知道律师应把他们的陈述提交政府。为此，计算机辅助国际公司重述了其2004年和2005年的利润。

2005年，艾略特·斯皮策全面进入竞选纽约州州长的工作中。为赢得更多支持，他对汇丰公司和花旗集团歧视性贷款进行调查。这导致与货币监理署的激烈冲突。货币监理署是全国性银行的监管机构。与SEC不同，货币监

理署的代理署长朱莉·威廉姆斯（Julie Williams）在与斯皮策的对抗中没有败下阵来。威廉姆斯发布新闻稿中攻击斯皮策，否认斯皮策相关批评言论，如联邦监管机构已经被“打倒”“变得中立”“没有欲望”去监管等。然后，威廉姆斯推动联邦地方法院责令斯皮策永久脱离全国性银行调查工作。货币监理署还打消了加州总检察长贝尔·洛克尔（Bell Lockyer）通过联邦法院立法形式加强自己监管全国性银行权力的企图。

斯皮策没有被货币监理署猛烈的攻击吓坏，他转而重新批评SEC，表示SEC的失败不在于缺乏资源。相反，他认为SEC缺乏“意志力”和“动力”。后来，斯皮策在西奥多·西波尔三世（Theodore Charles Sihpol Ⅲ）案件中得到了报应。西波尔是美国证券银行（Banc of America Securities）的员工。斯皮策起诉他允许共同基金延时交易。但最终，陪审团认为西波尔在29项起诉中无罪，并未就另外4项起诉达成一致（11:1赞成无罪释放）。多数金融机构都不敢挑战斯皮策的起诉，承认有关经营操作违法，仅是因为斯皮策不赞成这些做法。西波尔没有钱去花钱消灾，只能奋起反抗。即使在他的雇主为讨好斯皮策切断律师费来源时，西波尔还在继续反抗。西波尔的律师向陪审团证实，延时交易是一种公认的做法，并不违法。

斯皮策粗野地宣布，他将重新起诉西波尔和进行延时交易的共同基金。尽管在先前的起诉中，陪审团压倒性地支持西波尔，一致认为西波尔应无罪释放，但并未形成判决。斯皮策的再次起诉，显然是要减小无罪释放西波尔带来的不利影响，但这一做法明显滥用了检察官的起诉裁量权。斯皮策的再次起诉遭到很多批评，最后他只好用西波尔和SEC之间的妥协协议作台阶，撤回起诉。在同SEC的妥协方案中，西波尔缴纳罚款20万美元，被禁止从事证券业5年。斯皮策还放弃了对加拿大帝国商业银行董事总经理保罗·弗林（Paul Flynn）关于共同基金交易的起诉。事实上，对西波尔的裁决使斯皮策全面后退，他甚至同意不起诉美国国际集团（AIG）的汉克·格林伯格（Hank Greenberg）。

还有一家公司也在反击。斯皮策曾要求投资银行J. & W. 西里格曼公司（J. &W. Seligman & Co.）缴纳关于择时交易的罚款，但该公司拒绝。后来，

斯皮策试图敲诈该公司，威胁说如果公司不缴纳择时交易的罚款，就会起诉它收取了过高的咨询费。公司再次拒绝并表示，斯皮策没有权力调查投资银行向共同基金收取的咨询费，因为这只属于SEC监管的范围。斯皮策报复地说，该公司实际从事的择时交易比已经披露的要多得多。

安然公司和其他丑闻见诸报端之后，SEC以返还股东为名义向很多涉案公司收缴了巨额罚金。截至2005年10月，SEC只分配了其中不到1%的罚金。这一比例令人忍俊不禁。SEC似乎实在无法胜任返还资金的工作，甚至无法裁定哪些投资者受到了损失，因此任命了一位资金分配官员（Distribution Fund Administrator），专门从事资金返还工作。后来，这位官员在《纽约时报》还刊登广告，向“银行和金融机构”征集意见，探讨分配有关资金的方法。广告要求提交建议的机构应与涉及的案件无关。

SEC严厉批评《华尔街日报》危害公众，因为该报刊登文章，建议药品制造商不要储存用以预防可能疫情的流感疫苗。对此，SEC禁止这些公司将政府支付的储存疫苗的费用视为收入，直到公司将相关疫苗实际发放出去为止。一家公司阿文提斯（Aventis）因同样的原因拒绝参加一个储存儿童疫苗的项目。

与此同时，SEC卷入了自己的微型丑闻当中：尽管安然公司丑闻之后SEC大幅增加了预算，但其实际收支还是短缺了5 000万美元。SEC认为问题出在租用的新办公场所超支上。更为尴尬的是，政府问责办公室（GAO）的一项调查发现，SEC的会计存在“无效管理”，报表编制的内部控制程序也存在“重大缺陷”。尽管没有人被监禁，但有些雇员受到纪律处罚。美国商会（Chamber of Commerce）指出，如果SEC是一家公众公司，该机构和其主要官员将成为多次政府调查和集体诉讼的目标。SEC主席威廉·唐纳森（William Donaldson）不久宣布辞职。

布什总统很快就提名克里斯托弗·考克斯（Christopher Cox）担任SEC主席，作为唐纳森的继任者。考克斯曾是国会议员，与众议长纽特·金奇里（Newt Gingrich）合作制定《1995年私人证券诉讼改革法案》（*Private Securities Litigation Reform Act of* 1995）。该法案旨在遏制根据联邦证券法滥用集体诉

讼的行为。考克斯本人就是滥用集体诉讼的受害者，他最初提出的方案要比最终通过的法案更加严厉。考克斯的对手以他曾被起诉为由，反对他的提名。《纽约时报》在首页对提名考克斯发起攻击，批评他作为“公司的朋友”，犯了严重的罪行。考克斯的提名也引发美国劳工联合会和行业组织大会（AFL－CIO）和其他几个大型工会的批评，这些组织正试图通过持有的养老金来控制公司管理。另外一个愤怒的批评人士是菲尔·安吉利迪德斯（Phil Angelides）。他是加州财政部长，负责监督美国最大的公共养老基金卡珀斯（Calpers）和卡尔特斯（Calstrs）。考克斯听到这些批评，并从哈维·皮特在安然公司倒闭期间担任SEC主席的经历中吸取经验，他很快就开始迎合要求完全信息披露的人们，承诺继续强力执行完全信息披露规则，放弃唐纳森“改革”中存在争议的内容，并更详尽地披露SEC高级官员的薪酬。

《纽约时报》试图阻挡因安达信会计师事务所案件审判反转和对《萨班斯—奥克斯利法案》愤慨增加而出现的情绪反弹。这份曾经骄傲的报纸刊登了一篇文章回应这些事件，认为不管有没有判决，安达信会计师事务所和它的2.8万名员工都应受到破灭的惩罚。2005年6月5日《纽约时报》周日版集中攻击了华尔街的各个方面。首页发表了一篇非常令人震惊的文章，介绍“超级富人”如何接管楠塔基特岛（Nantucket Island）。这一报告引发全国的痛苦和恐惧。这篇文章还表示，布什的减税政策引发富人数量像危险的传染病一样、按指数级数增长。当期的商业版攻击花旗集团，批评它同SEC就共同基金收益分配达成的妥协协议。该文章表示，案件中指控的模糊正显示出对华尔街施加的限制性监管。商业版中的另一篇文章欢呼罗纳德·佩雷尔曼（Ronald Perelman）起诉摩根士丹利取得胜利。作为企业的袭击者，佩雷尔曼成为一个不一样的英雄。这些文章只是6月5日《时代周刊》的热身。这期杂志编辑了一系列文章，攻击对冲基金、房地产投资、衍生品、企业合并以及华尔街女性歧视现象。其中一篇有名的文章出自卡尔·伊坎（Carl Icahn）之手。他也是一个强力的企业袭击者，还被描绘成英雄。当期杂志的内容是创办以来质量最差的，还夹杂着粗俗的卡通漫画，讽刺摩根士丹利的管理层斗争，但却很有效。公司首席执行官菲利普·珀塞尔不久后宣布辞职。

第11章 对改革者进行改革

第1节 信息充分披露的神话

改革和权力

公司改革努力由几代的法律教授，如拉尔夫·纳德尔（Ralph Nader）一样自封的改革者，国家养老金计划，国会议员，证券交易委员会（SEC）和总检察长等人不懈推进。这些改革工作在新政当中表现最为突出，随着威廉·卡里（William Cary）到达证券交易委员会，公司治理改革在20世纪60年代又经历了一次蓬勃发展。随着拉尔夫·纳德尔（Ralph Nader）对大公司的民粹主义袭击，这种改革运动在20世纪70年代加速推进。他指出，"这些大型机构对消费者、工人、股东、纳税人、小企业和社区居民造成了严重的不利后果"。纳德尔希望企业变得更加"敏感"，寻求替代"在社区层面消费者拥有的私人企业"。[①] 他想遏制大公司的权力，因为他把所有的社会失败归咎于此，而且他想结束"企业福利"，这显然意味着所有的公司利润都应该被查封。

---

① Ralph Nader, Mark Green, and Joel Seligman, *Taming the Giant Corporation*, pp. 8 - 9.

改革家声称自己的动机是纯洁的，原因很广泛，包括保护投资者、增加汽车和工人的安全、保护环境和反对战争。改革者因为自己的原因想要转移企业的经济实力，这要求他们削弱目前控制权力的管理层。这种权力抓取并没有被管理层忽视。通用汽车公司副总裁兼总顾问奥的斯·史密斯（Otis M. Smith）1977 年的一篇演讲指出：

> 我认为，今天真正的公司治理问题不是诚实或道德，而是权力。很多人似乎相信，即使是非常诚实的公司经理人也有太多的权利。美国证券监督管理局局长小索默（A. A. Sommer Jr.）在最近一次联邦和州关于法律管理公司的会议上总结了这一观点：
>
> "……一直真正害怕的是权力：某些人对其他人做某些不好事情的权力……公司本身没有权力；控制他们的人——无论如何——有权决定一个工厂是否关闭，从而使一个社区陷入困境；决定削减生产，从而在某些情况下大量增加失业人员，从而为政治机构带来问题；更错误地损害那些依靠企业繁荣而获得工作、红利、安全的人的利益……"
>
> 因此，治理辩论不再局限于公司和从事公司证券事务的律师。也引起了环保人士，消费者以及对反垄断执法有兴趣的人士的关注。例如，一位政府官员领导人最近公开表示，反垄断法涉及"财富集中化，将经济和政治权力集中到没有被选举和不负责任的少数人手中"，他指的是公司经理。有趣的是，有多少商人会描述那些被指定的政府监管机构呢。[1]

这种权力斗争有很多形式。在最极端的情况下，恐怖分子想要摧毁产生这么多国家财富的企业力量。养老基金寻求控制管理层，以进一步推动劳动力流动和实现社会目标。定期涌向华盛顿的法律教授要求更多的监管，希望将权力从管理层转移到法院和律师。特拉华州法院深入企业决策过程中看到的这一努力正在发挥作用。董事们现在不敢在不咨询律师的情况下作出决定，如外部董事对自己律师要求所表明的那样，在决定美国国际集团公司（Amer-

---

① Otis M. Smith, "The Consumer's Role in Corporate Governance."

ican International Group Inc.）的汉克·格林伯格（Hank Greenberg）命运之前。总检察长想要头条新闻和以转移形式存在的随机税。所有人都想为了自己的目的利用公司权力，但他们都不愿意在市场上支付获得控制权的成本。相反，他们希望政府抓住这一控制权，将其转嫁给那些不受任何指控的特殊利益集团。

全面披露

政府监管机构相当乐意为改革者充当执法者。在这个过程中，他们将寻常的商业行为定为刑事犯罪，并再创造了全面披露的罪行，这种情况在以前没有出现过。这个活动制造了戏剧效果和耸人听闻的标题，进一步推动了检察机关的政治野心，但这对经济并没有帮助。公司治理改革通过对管理层施加不必要的限制，影响了美国生活的各个方面，全面披露制度最为繁重。SEC对证券交易的每一个方面进行监管，从初始发行和承销流程到二级市场。

普遍的充分披露规定反映出市场对投资者保护并不足够有效，市场对于滥用行为的反应也不够快。充分披露的支持者认为，少数官僚比数以百万计的股票参与者更聪明。然而，在安然的高管进入监狱前正是市场力量摧毁了安然。事实上，如果市场对安然管理层没有信心，那么就会有起诉。美国证券交易委员会的全面披露制度并没有阻止或更没有发现安然公司的会计滥用行为，而这些滥用情况现在被认为是最严重的丑闻。美国证券交易委员会也未能发现包括世通公司和泰科在内的数十家其他公司的大规模会计欺诈行为。

遵守失败的充分披露制度要求雇用数十万名会计师和成千上万名律师。它消耗了大量的执行时间，需要大量的企业资金支出，但最终失败了。各种监管规定、法规规定和成千上万的司法裁决，都是一个惊人的成本，但没有实现确保充分披露，甚至良好的公司治理的目标。

更糟糕的是，金融体系已经被更加愤世嫉俗的充分披露参与者游戏，超过了安然的交易者游戏加利福尼亚州电力市场。公司经理通过夸大的季度报告来推高其股票期权的价值。会计师通过创造富有想象力的会计实践来允许这种结果产生。银行通过伪装贷款为客户获得不正当的会计处理，以此来戏

要这个体系。分析师和投资银行家的戏耍则将这个体系推向了热点。每当一家公司经历业务逆转时，投资者和他们的律师都会对这个体系进行起诉以此来戏耍。检察官戏耍这个体系来获得以前从未获得过的名声。法官们通过不公平的裁决和判罚长期的监禁来赢得新闻头条的关注，以便为晋升到下一个更高的等级铺平道路。欺诈者利用由充分披露提供的保护神话来戏耍这个体系。国会通过更多的立法来实现党派政治目的，以此来戏耍这个体系。

揭穿神话

许多公司在开展短期盈余游戏，这是由证券交易委员会通过全面披露制度创设的，可以通过各种不同的、有时候有点可疑的手段管理它们的收益。由于产能过剩和其他问题影响了企业收入和收益，这种努力还在增加。这些会计伎俩只能持续一段时间；现实最终赶上了虚幻，特别是随着经济增长放缓，到 20 世纪末影响到了经营和销售。这种放缓导致这些会计手段曝光，使得上市公司大量公告要求重述先前的财务报告或其他财务报表。

在大多数情况下，证券交易委员会在行动前都会阅读报纸上的丑闻。失败的原因不言而喻。证券交易委员会完全不具备确保披露制度完整性的资源或能力。在安然公司丑闻爆发时，证券交易委员会有大约 3 000 名员工被分在不同部门和多个办事处。其中有的部门负责执法，有的部门监管共同基金，还有的部门负责监管证券交易所和经纪商。这些部门都不能阻止其管辖下的丑闻发生。

公司财务部（Corp Fin）负责审查上市公司向 SEC 提交的财务报表。公司财务部负责审查季度 10 – Q 表格、年度 10 – K 报告、12 000 家上市公司提交的特殊情况报告 8 – K 表格及数千种证券发行和代理提案材料。公司财务部没有足够的资源来审核提交给它的财务报告以确保它们是准确的。公司财务部雇用了大约 300 人，这对于审核所有的提交材料而言太少了。相反，该部门使用筛选过程来选择需要“审查”的特定报告，但也只是检查提交的文件。公司财务部没有对公司进行全面甚至部分审计，以监测所选被审查文件的准确性。它们只是对提交文件中那些看起来就值得怀疑的交易进行质询。

在安然事件之前，公司财务部的目标是至少每三年检查一次公司的年度报告。这个目标也没有得到满足。在安然公司倒闭前的三年，只有53%的上市公司向证券交易委员会提交了年度报告。有趣的是，公司财务部分别在1991年、1995年、1996年和1997年审查了安然公司提交的年度报告。该部门还对1993年和1994年的安然代理声明，1996年和1997年并购一些子公司时提交的文件进行了全面审查。公司财务部还对1992年和1998年安然公司的两起证券发行进行了全面审查，并对安然公司的其他七个特定问题进行了部分审查。这些检查没有发现任何严重问题。

安然公司又暴露出了新的问题：其向证券交易委员会提交的信息是陈旧的。即使证券交易委员会已被安然公司上一年度的报告提醒过，但安然公司本年度的报告也未在2001年4月2日前提交。“这使证券交易委员会的工作人员不太可能根据普通时间表启动和进行审查，审查揭示的任何问题都不够早，以致只能加快安然的灭亡。”[①] 虽然由于安然公司快速的增长、业务模式变化和广泛使用特殊目的载体，其财务报告引起了华尔街的关注，但证券交易委员会中并没有人注意。当媒体开始关注安然公司的会计问题后，证券交易委员会计划对安然公司2001年的年度报告进行回顾，但安然公司的破产使得问题悬而未决，安然公司也在该段时间内未提供过任何资料文件。

安然公司倒闭后，《萨班斯—奥克斯利法案》要求美国证券交易委员会至少每三年对所有上市公司的财务报表审查一次，每年1/3。美国证券交易委员会只能对2003年23%的文件进行粗略审查，并且无法找到工作人员来做更多的工作，在2004财年上半年才填补了不到1/3的职位空缺。一份政府会计办公室（Government Accounting Office）报告发现证券交易委员会在计算机技术方面也落后以致其无法完成任务使命。

---

① Staff Report to the Senate Committee on Governmental Affairs, "Financial Oversight of Enron: The SEC and Private - Sector Watchdogs," p. 39, n. 137.

作为猎犬的会计师

即使有更多的员工和更智能的计算机，SEC 监管的千万家上市公司会计实务和报表也太多太复杂了，以致 SEC 每年只能初略审查收到的财务报表中的一小部分，除非增加上百万员工。这意味着 SEC 现实中将永远不会有足够的资源来监管管理层提交的财务报告。该机构缺乏成千上万名审计员和支持人员来对提交的财务报表进行有意义的审查，所以其将审查这些财务报告的责任转移到了会计专业。SEC 宣称：

> 独立审计师具有重要的公信力。每天，数以万计的人将其储蓄投资于证券市场，他们依赖上市公司编制的财务报表，这些报表经过了独立审计师的审计。这些审计师采用公认审计准则（GAAS），对发行人的财务报表进行了审查，并审查是否按照公认会计准则公允地列报了财务报表。虽然审计师的意见不能保证财务报表的准确性，但它为投资者提供了严肃保证，即财务报表被公正和熟练的专业人士严格审查过，因此投资者可以依靠这些报表。向公众提供保证是审计师的超范围责任。
>
> 投资者必须对发行人的财务报表有信心。如果投资者不认为审计师是真正独立于发行人的，他们将不能从审计师的意见中获取信心，进而投资发行人证券的可能性将更小。因此，培育投资者的信心不仅要求审计师真正独立于审计客户，而且要让合理投资者相信其是独立的。[①]

根据 SEC 的要求，会计师应该确保上市公司的实际业绩能得到准确报告和描述。在 SEC 看来，会计师应保护投资者免受所有投资风险。实际上，审计师只能证明公司的财务报表是按照公认会计准则编制的。该认证基于审计师对公司记录进行审查，并通过抽样、确认或观察对其准确性进行了一些验证。审计过程描述如下：

---

① Securities and Exchange Commission, "Proposed Rules," Securities Exchange Act Release No. 42994 (July 12, 2000).

在典型的审计中，注册会计师事务所可以验证有形资产的存在，观察业务活动，确认账户余额和数字计算。它还可以检查样本交易或记录，以确定客户公司财务和会计系统的准确性。例如，审计师通常选择公司账簿中记录的交易，以确定记录的科目是否有底层数据支持（凭证）。或者，从相反的角度来看，审计师可以选择特定的科目来跟踪客户的会计和记账过程，以确定数据是否已被正确记录和簿记（跟踪)。

由于时间和成本的现实原因，审计很少会检查业务记录中的每个会计交易。因此，审计的规划和执行需要高度的专业技能和判断力。最初，注册会计师事务所通过对客户业务运作和会计制度进行调查来规划审计，并对审计范围作出初步决定，以及决定将采用哪些方法和程序。然后，评估客户的内部财务控制系统，并进行合规性测试，以确定其是否正常运行。交易和数据被采样、检索和跟踪。在整个审计过程中，对结果进行检验，对程序进行重新评估和修改，以反映审计人员发现的情况。例如，如果审计人员发现客户内部控制制度存在缺陷，审计师必须规划额外的审计程序，以确保内部控制弱点在财务报表中没有带来任何重大失实陈述。①

这个过程只是保证记录是准确的，或投资者所需的所有信息都被披露。正如一个法院所指出的，审计师“不是被雇用来发现欺诈的侦探”②，或者如19世纪一份英国决议中指出的，“审计员是看门狗，而不是猎犬”③。这一观点在最近加利福尼亚最高法院的一个意见中得到回应，他们认为：

作为一种商业现实，审计是在客户控制的环境中进行的。客户通常自己准备财务报表；并直接控制和承担内容的主要责任……（财务报表）准确性的基本和主要责任在于管理层。客户聘请审计师，支付审计费用，并在整个合作过程中与审计人员沟通。因为审计师不能马上成为客户业务和记录保存

① *Bily v. Arthur Young & Co.*, 834 P. 2d 745 (Sup. Cal. 1992).

② *Cenco, Inc. v. Seidman & Seidman*, 686 F. 2d 449, 454 (7th Cir.), *cert. denied*, 459 U. S. 880 (1982).

③ *Kingston Cotton Mills Co.*, [1886] 2 ch. 279, 288.

系统的专家，所以客户必须为审计提供信息基础。[①]

SEC 拒绝接受对审计师角色的实际限制。SEC 声称，审计师是猎犬，但事实上他们没有鼻子可以嗅到。会计师不是调查员或检察官。会计师事务所没有传唤权力，它不能对顽抗的证人提供豁免权或窃听电话。会计师事务所与司法部不同，不能提出辩诉交易，也不能起诉高管的妻子以强迫其丈夫协助调查。审计师没有接受报酬的线人，没有监督小组或搜查令。

更实际的情况是，审计师没有时间或资源在认证之前审查每个客户的报告中是否存在问题。这些报告必须在会计期结束后相对较短的时间内提交。即便是这个短暂的时间，SEC 也在安然公司丑闻之后从 90 天削减到了 60 天。建议审计师在这么短的时间内发现一个复杂的欺诈计划是荒唐的。最多的是，审计向债权人和投资者提供了对公司财务状况的有限第三方验证，这是一个非常狭隘的功能。在最好的情况下，审计不能保证管理层的正直，既不是对投资者财富的承诺，也不是对管理失败或市场低迷的保险。

审计师的责任

如上所述，SEC 和司法部有广泛的调查权力，远远超过审计师的调查范围，但是 SEC 和司法部的调查，即便是在有限的报告期内，也需要数年时间，并且起诉会持续更多年。例如，即使在安然的问题披露后，政府及其权力机关也花了数年的时间来对安然公司的高管进行起诉，并采取了一些可能引起其他文明世界憎恶的强力手段。即使如此，安然公司倒闭后的四年多时间内，对高管的审判也没有开始。这些审判将需要数月才能得出结论，还不能保证成功。相比之下，安达信只用了几个月的时间来审查这些数字，并且方法仅限用几个粗略测试来验证数据。

监测安然公司和其他地方的会计欺诈是 SEC 的工作，尽管它拥有政府的所有权力，但是它也完全失败了。SEC 拥有包括指示安然公司提供其所需任何信息的权力。它可以传唤安然公司的官员和董事，在公司倒闭前要求他们

---

① *Bily v. Arthur Young & Co.*, 834 P.2d 745, 762.

对公司的财务真实性宣誓作证，如果他们撒谎，他们可能会被司法部起诉。如果 SEC 拥有这所有的权力最后都失败，那么没有这种权力的审计师如何能够因为审计失败而遭受责难呢？然而，安达信没有受到这样的责难，它在这个过程中直接被毁了。

作为《联邦证券法》的影响，“买者自负被审计师负责所取代”。[1] 上市公司的收益有任何短暂停顿时，对上市公司，其高级职员和审计师就会有私人诉讼。任何成为审计师的会计人员都将面临来自政府的声誉攻击，如 SEC 的民事诉讼、罚款、就业障碍，甚至政府的刑事指控以及私人诉讼中个人资产的丧失，因为随时可能出现审计失败的危险。四大会计师事务所中的会计师获得了很高的报酬，但风险超过了这些收益，特别是他们还有以咨询服务的形式存在的更有利可图的低风险替代方案。

作为对私人和政府诉讼攻击的反应，寻求成为审计师的个人数量不断下降。美国注册会计师协会会员（AICPA）的人数（其中约占美国所有会计师的 85%）从 1973 年的 9.5 万人增长到 1995 年的 32 万人。AICPA 的增长率从 1983 年的 10% 以上降到了 1994 年的不到 2%，现在则是负数。

根据 SEC 前主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）的说法，参加 CPA 考试的候选人人数从 1993 年的 55 763 人下降到 1999 年的 38 573 人，而这期间正是上市公司需要审计师人数迅速增长的时期。会计学专业学生人数从 1990 年的 4% 下降到 2000 年的不到 2%。当 SEC 需要会计师出来审理时会发生什么呢？具有讽刺意味的是，安然公司和其他丑闻的负面宣传导致会计学院的申请人激增——如果没有这种负面宣传确实不会发生这样的事情。然而，2003 年授予的会计学学位数量仍然低于 1995 年的数量，而 AICPA 的成员人数正在下降，即便《萨班斯—奥克斯利法案》的颁布使得对会计服务的需求量大幅增加。

会计师为管理层工作

安然公司和其他大公司的会计欺诈，以及财务重述的潮流，都声称全面

① Robert A. Prentice, "The Case for Educating Legally Aware Accountants," p. 612.

披露保护投资者免受欺诈或过度投机。这些失败证明了多年来实行的公司治理改革是对管理层过度保护的空承诺。

公司治理倡导者忽视的一些现实是，会计师为管理层工作并向他们报告。即使《萨班斯—奥克斯利法案》增加了审计师的负担，但不可改变的事实仍然是管理层而不是会计师应对信息披露负责。尽管如此，SEC 声称和许多立法相反。安然公司在其灭亡前一年向安达信支付了5 200万美元的审计和咨询费用。这使得安然公司的管理层成为审计师的重要客户。会计人员一般都是体面和尊贵的专业人士，但是在法律上有信任和帮助客户的强烈倾向。这不是一个对抗关系，如当 SEC 或其他政府机构调查一个被认为做错了事的人时。

SEC 全面披露模式的逻辑还有另一个缺陷，就是它未能意识到会计报表应该是管理工具，但 SEC 要求的财务报表现在被管理层用来获得信贷或诱导投资，而不是追踪他们的业务运作。SEC 要求的报告毫无价值的一个强有力证据是大多数企业在管理中用非公开的内部报告，而不是 SEC 要求的报告。管理层将 SEC 的财务报表视为管理工作的展现，让公司处于最有利的位置，就像广告的作用一样。管理者控制这些报告，他们有各自的动机去展现有利的数据，特别是在其报酬受财务报告影响的时候。

另一个麻烦问题是，充分披露披上了实时财务信息的光环，其实大部分信息是相当陈旧的，也是虚构的。正如一位政府高级官员指出的那样，会计提供了后顾式的信息，特别是季度收益。他还指出，会计教授“被代表着习惯做法和历史作用的会计准则所驱动，往往是古老而抽象的原则，而且比较短视，倾向于最好模糊，而非完全展现真实的收入来源”。[①]

《萨班斯—奥克斯利法案》采用了实时披露的概念，但该原则意想不到的后果无疑产生了干预。不久之后，我们可以预料管理人员将有效地管理公司的新闻报道，而不是花时间管理实际业务。信息实时披露将鼓励短期股票操纵，当信息实际准确时，专业交易员将散户置于更加不利的地位，并且在出现实时披露错误时，会产生更多诉讼，正如许多公司首次报道时遭遇的。

---

① “Treasury Official Sees Need for Relevant Disclosure, Supports SEC Proposals,” Fed. Sec. L. Rep. No. 2054.

惊涛骇浪

充分披露制度应该确保管理层是正直的，但投资者在2000年市场泡沫破灭时了解到，事情并非这样。全面披露的民主化是一个空洞承诺，但这点在安然公司之前应该已经很明显了。会计失误在1993年至2000年耗费了投资者880亿美元。这一数字在安然和其他丑闻之后更呈指数型增长，蒸发了数万亿美元的股东股票价值，造成数百万个工作岗位的损失。布鲁金斯学会（The Brookings Institution）估计，会计丑闻对美国经济的影响相当于每桶石油上涨10美元。这还是一个低估。

当市场泡沫破灭后，哪些因素导致了安然和其他地方会计失误的惊涛骇浪呢？国会将其归咎于审计人员。不幸的是，真正的罪魁祸首似乎是鼓励将股票期权作为薪酬的公司改革以及SEC要求的季度收益报告。这种努力事与愿违，其要求在向SEC提交的每季度报告中增加利润和收入，这造成了一个恶性循环。

全面披露正在成为管理滥用的工具，这使得管理人员可操纵会计结果以满足分析师的期望。很少有经理人可以抵制由此产生的财富神话的诱惑。充分披露甚至允许管理层将滥用行为合理化。大家推测，如果信息公开披露了就没有欺诈行为，所以管理层通过信息披露证明可疑做法和过高赔偿的正当性。其中一些披露令人困惑和难以理解，就像在安然公司关联交易案例中那样，管理层认为只要披露了信息的一部分自己就豁免无罪了。

尽管多年来公司改革派试图将SEC变成监管圣像，但由于未能防止或发现大规模的会计欺诈，该形象严重受损。SEC的声誉和充分披露的目标被安然公司和其他失败事件证明这只不过是神话。联邦储备委员会前主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）以及未来的救星亚瑟·安德森（Arthur Andersen）在听证会上的证词只能表明这种神话意境渗透到监管领域的深处。沃尔克被20世纪90年代的全面披露失败所震惊，他证实：

长期以来，我们一直将我们的市场、我们的会计制度，看作世界的典范，在这个世界上，资本应该自由移动到可以最有效利用的地方，并成为经济增

长和生产力的推动力。事实上，大部分国际资本现在都流经了我们的市场。我们一直批评许多其他国家的会计和审计标准相对较弱，认为这些弱点有助于所谓新兴经济体的金融体系的波动、低效率和崩溃。

讽刺的是，在美国经济和金融市场表现如此被看好的时点，我们面临着对会计和审计制度的怀疑和疑虑，这个制度我们曾感到如此自豪，这种怀疑对运作良好的市场而言，威胁到至关重要的信誉和信心。[1]

沃尔克的困惑源于人们普遍认为，SEC 的全面披露制度中占有主导地位，但这种理念与现实无关是凭空想象的。在《联邦证券法》通过之前，美国在世界上就获得了金融优势。早在 SEC 成立之前，安德鲁·卡内基（Andrew Carnegie）就认为，美国有能力购买以前主宰世界金融的整个英国，并在此过程中解决债务问题。20 世纪以来，美国是世界上最大的工业化国家，这比《联邦证券法》的制定还要早 30 多年。那时，美国生产了全球制成品的 24%，到 1913 年增长到 33%。

财务全面披露之前

前几年的投资银行家把整个产业都整合到了全国企业中，使其更具效率和竞争力，为成为世界上无与伦比的经济体奠定基础。但这并没有得到证券交易委员会的任何协助。1897 年至 1904 年，有超过 4 000 家公司合并成了 257 个实体。在此期间，共有 319 家铁路公司合并。最大的 100 家公司由于合并而价值翻两番，它们控制了美国 40% 的工业资本。美国钢铁（the United States. U. S. Steel）是这些组合体中最大的。其产值占全国国民生产总值的 7%，经营着约 160 家钢铁厂，产量比英国和德国联合的产量还大。美国钢铁公司的总资本额为 14 亿美元，是当时联邦政府年收入的近 3 倍。由 300 名承销商组成的辛迪加联合承销证券为集团提供融资，这中间并没有 SEC 的协助。

华尔街的金融家通过今天仍在使用的复杂承销方式控制了大量的资本兼

---

[1] U. S. Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, "Hearings on Accounting Reform and Investor Protection," p. 143.

并为投资筹集了巨额资金。当第一次世界大战开始时，欧洲国家找到美国希望其对军队进行资助，这种方法后来被证明是方便的；在战争爆发后，美国成为了净债权人。华尔街在第一次世界大战期间为同盟国提供了惊人的 73 亿美元资金支持，另外还提供了 22 亿美元用于战后恢复。华尔街提供了资本，同时允许美国在陷入冲突时布置自己的军事力量。美国在这场战争中占据主导地位，并被公认为世界金融和政治的中心。但为战争冲突提供融资的巨大努力并没有受到证券交易委员会全面披露要求的帮助。

另一个神话

全面披露倡导者也以《联邦证券法》的支持为由，认为 1929 年股市崩盘导致了大萧条。那些改革者声称，SEC 和充分披露将阻止未来的市场泡沫发生。他们认为，没有泡沫，未来就不会有进一步的衰退。如果这是它的存在理由，那么为什么 SEC 不能阻止 20 世纪 90 年代市场泡沫的发生呢？该机构有 60 多年的时间来准备和预防这个泡沫，但 SEC 和全面披露无力阻止或制止这一事件。

哈佛经济学家约翰·肯尼斯·加尔布雷斯（John Kenneth Galbraith）将投机泡沫视为经济衰退的原因。他 1929 年的著作《大崩溃》将 20 世纪 30 年代的大萧条归咎于 1927 年至 1929 年发生的证券市场投机狂潮。加尔布雷斯多年来一直是厄运和衰退的恒定预测指标，与神话般希腊凶事预言家卡珊德拉（Cassandra）一样，他被公司改革者广泛认同和尊敬。20 世纪 50 年代的市场疯长可能威胁成为经济灾难之前，他在国会委员会面前，由于一些疯狂的和毫无根据的预测，信心受到了打击。加尔布雷斯在国会说的话和记录，在 1929 年股市崩盘二十五周年之际，确实伴随着市场逆转，造成了 70 亿美元的市值损失。加尔布雷斯的传记作家理查德·帕克（Richard Parker）指出，联邦调查局随后的调查显示，加尔布雷斯参与了共产主义的阴谋，企图破坏市场，但联邦调查局的结论是，加尔布雷斯“自负、自私、妄想”。加尔布雷斯的《富裕社会和新工业国家》（*The Affluent Society and The New Industrial State*）攻击大公司及其需求创造，据说对消费者进行了洗脑。他进一步参与到经济

与公共事业中，呼吁社会主义，包括对大型公司进行国有化。加尔布雷斯于1985年宣布，苏联的共产主义优于美国的资本主义，但在那时，他已经被边缘化了。当2000年市场崩溃时，加尔布雷斯思想重新出现，在衰退被证明是温和的之后，这位长寿的经济学家再次沉默了。

恐慌、萧条和衰退长期以来一直是美国经济的组成部分。经济衰退早在1765年就发生了。1772年英国信贷制度的崩溃导致了纽约企业的大规模倒闭，另一次金融危机于1784年出现。1792年恐慌降临了威廉·杜尔（William Duer），他是亚历山大·汉密尔顿领导下的财政部前助理秘书，他在银行和其他股票大规模炒作失败后被关进了债务人的监狱。国会任命的“金融家”罗伯特·莫里斯（Robert Morris）在革命最黑暗的时刻恢复了国家财政，他遭遇了与杜尔相同的命运。莫里斯因为经济衰退以及在华盛顿特区新首都出售土地的计划失败而受到牵连。

1819年的金融恐慌变成了一次萧条，导致物价大幅度通缩，破坏了许多公司和个人，包括托马斯·杰斐逊（Thomas Jefferson）。1829年经历了另一次衰退，但更严重的是1837年的恐慌，其后是直到1843年出现的衰退，再次造成了很大困难。1857年、1873年、1884年和1893年都出现了显著的恐慌和经济下滑。1893年恐慌造成了较大的衰退，它被称为“大萧条”，直到20世纪30年代的衰退发生后这个名字才易主。

其中许多事件是发生在投机之后，并且经常伴随着耸人听闻的商业失败。例如，俄亥俄州人寿保险和信托公司（The Ohio Life Insurance and Trust Company）在1857年的恐慌中因投机活动和出纳的挪用行为而倒闭。杰伊·库克公司（Jay Cooke & Co.）在1873年的恐慌中倒闭了。这次倒闭成为了报纸头条新闻，因为杰伊·库克是内战期间大量同盟债券的承销商，后来又是相当有名的金融家。另一个令人震惊的是格兰特与沃德（Grant & Ward）在1884年的恐慌中倒闭了。其合作伙伴之一是前总统兼美国将军格兰特。该公司是另一个合伙人盗用公款并诈骗逃跑的受害者。1893年大恐慌则由费城和阅读铁路公司（Philadelphia & Reading Railroad Co.）的倒闭引发。

在这些发生在早期经济衰退期间的投机活动受到严厉谴责，但这些事件

被看作是在经济上经常出现的商业周期的结果，有繁荣，也有萧条。1837 年的恐慌被归咎于安德鲁·杰克逊（Andrew Jackson）的经济政策，该政策首先摧毁了美国的银行，然后遏制了流动性，并颁布了他的“铸币流通令（Specie Circular)”。1857 年的恐慌是由于克里米亚战争结束后，俄罗斯小麦重新进入市场导致出口下滑、美国小麦市场过剩引起的。19 世纪末，不定期发生的恐慌则是由于持续的农业危机、铁路过度建设和本地经济竞争力不足，并且在压力下遭受失败而引起的。其他一些因素还包括内战——早期的法律禁止州银行在恐慌期间发行票据以扩大货币供应量。1907 年的恐慌也归因于货币市场的错误，以及西奥多·罗斯福对商业的攻击。然而，1929 年的股市崩盘被改革主义者归咎于大萧条，而不是更深层次的经济问题和法规削弱了银行体系。这种看法是基于普遍的事后逻辑谬误，因为顺序在前所以它是原因。今天，大多数经济学家认为，在造成大萧条的原因方面，1929 年的股市崩盘“可能是一个影响力相对较小的事情”。[①] 即使左翼的经济学家杂志也承认 20 世纪 30 年代的大萧条“是由于错误的货币和财政政策，以及斯姆特·霍利（Smoot Hawley）关税而引起的，而不是华尔街的原因”,[②] 该杂志在 20 世纪 90 年代泡沫破灭之前一直在警告泡沫存在的风险。诺贝尔经济学奖获得者米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）特别指责政府在 20 世纪 30 年代扩大货币供应量的错误，从而阻止了复苏，延缓了衰退。

经济衰退和萧条受到货币供应量扩大，税收削减和利率降低的冲击。当艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）意识到所遭受的损失程度时，他进行了更加迅速地削减，他之前通过大规模的升息带来了经济下行。布什总统的减税在很小程度上帮助了拯救。即使如此，正如他支持《萨班斯—奥克斯利法案》所反映的那样，总统使人们又回到了对股市带来衰退的误解。

还有一个神话

支持充分披露的另一个神话是，《联邦证券法》挽救了经济，使国家摆脱

① Charles R. Morris. *Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen*, p. 73.

② “Wall Street Crash, Parallel Bars,” *Economist*, p. 81.

了大萧条，走向繁荣昌盛。事实上，《联邦证券法》只是不鼓励新股发行，因为担心可能会受到处罚。随着华尔街调整了这些法规并恢复了融资努力，经济重建复苏在 1936 年开始出现，但富兰克林·罗斯福（Franklin Roosevelt）总统破坏了这一努力，他重新攻击了金融家。他至今还很著名的演讲“与命运会合（rendezvous with destiny）”由《联邦证券法》主要的构建人托马斯·科科兰（Thomas Corcoran）起草，该演讲将经济“特权”归咎于国家问题。罗斯福认为，这些“新经济王朝的特权王子”和企业“雇佣军”造成了大萧条时期的“新专制”和“经济暴政”。“因此，普通人再次遇到了独立战争时特殊民兵“分钟人”面临的问题：我们中太多的人已经不再自由了，自由不再是真实的，人们不能再追求幸福了。”总统说，他对公司领导的攻击是对“幸存民主”的一场“战争”。[1] 另外，罗斯福把商人称为“愚蠢的阶级”。[2] 1935 年提出的一项被称为“浸泡富人”税收法案是罗斯福攻击美国富人的另一部分。他们统统都不鼓励商人在市场上冒险，所以资本又隐藏起来。

罗斯福对金融家的攻击不限于语言。他寻求让司法部根据税法的规定对安德鲁·梅隆（Andrew Mellon）进行起诉。梅隆是一名政治反对派和富有的商人，他也是前财政部部长。罗斯福寻求使梅隆遭到迫害，但梅隆安抚了罗斯福，并将他的艺术收藏品捐赠给现在的国家美术馆以摆脱进一步攻击。另一个目标是报纸出版商摩西·安恩伯格（Moses Annenberg），他一直在攻击罗斯福的经济计划。罗斯福想要安恩伯格“吃晚餐”。在安然事件后检察官过度起诉的先兆下，安恩伯格受到威胁将被起诉在税收问题方面犯有刑事罪，可能被判处 147 年徒刑。正在饱受脑瘤折磨而濒临死亡的安恩伯格回答说，像内森·黑尔（Nathan Hale）一样，他没有“足够的时间留给国家了”。安恩伯格终于在政府告诫他的重重压力下垮掉了，就像李·法斯托（Lea Fastow）一样，他的儿子瓦尔特（Walter）也将被起诉。摩西·安恩伯格（Moses Annenberg）对一次逃税认了罪，他被送到了监狱，即使他正濒临死亡。他的

---

① Conrad Black, *Franklin Delano Roosevelt: Champion of Freedom*, p. 385.

② Conrad Black, *Franklin Delano Roosevelt: Champion of Freedom*, p. 393.

儿子瓦尔特后来成为美国驻伦敦大使，并且是一位富裕而受人尊敬的出版商。[1]

1936年，在罗斯福政府受到攻击前，经济似乎在恢复，但1937年8月至10月，股市下跌了近40%，经济再次下滑。这个时期被称为“衰退中的衰退”。1938年，道琼斯工业平均指数刚刚低于100，但1937年达到194.40。罗斯福真正冻结了资本。20世纪30年代中期，新增私人投资只有1929年的1/3左右。罗斯福宣称投资减缓是为了削弱他的权威。他称之为“资本罢工”。资本罢工的存在从来没有被证明过，但正如沃尔特·沃里斯顿（Walter Wriston）在花旗银行所观察到的那样：“资本将流向欢迎它的地方，并留在它受到良好对待的地方。”[2]

罗斯福再次对富人发动了攻击，他创建了一个临时国家经济委员会（Temporary National Economic Committee）来研究经济实力集中问题，这也包括梅隆和杜邦家族的集权问题。但结果是影响和效果都甚微。许多经济学家认为，联邦储备委员会主席马里纳·埃克尔斯（Marriner Eccles）为在1937年至1938年将国家重新置于衰退境地提供了额外的帮助。当时，美联储要求银行储备金加倍。美联储也通过扩大货币供给，为经济提供流动性，而新颁布的社会保障税正在从经济中汲取资金。富兰克林·罗斯福在此期间收紧财政政策，即使消费支出正在下降。

攻击企业

富兰克林·罗斯福所倡导的主题对美国政治来说并不陌生。反对亚历山大·汉密尔顿的托马斯·杰斐逊担心通过银行和其他金融机构北方商人会将权力集中在手里。对公司权力的关注推动了安德鲁·杰克逊和亨利·克莱（Henry Clay）就美国第二银行的章程发生争斗。20世纪初民粹主义者和改革者对“集中”的财富进行攻击，试图限制标准石油公司等大公司权力。阿达·塔尔贝（Ida Tarbell），丑闻揭发者路易斯·布兰代斯（Louis Brandeis），

① Conrad Black, *Franklin Delano Roosevelt: Champion of Freedom*, pp. 394 – 395.

② George Gilder, "America's New Jingoes."

前改革法官阿道夫·贝勒（Adolf Berle），十字军法学教授的努力以及富兰克林·罗斯福在新政（New Deal）中对商业赤裸裸的攻击，都与打击大企业势力有关，与经济或保护股东价值无关。

1893年，威廉·詹宁斯·布莱恩（Andrew Jennings Bryan）回应安德鲁·杰克逊（Andrew Jackson）说："一方面是美国的企业利益、资金利益、财富聚集、资本、专横、傲慢、怜悯；而另一方面则是数不清的人群，他们给了民主党选票并且民主党应该为其代言。"[1] 副总统艾尔·戈尔（Al Gore）将这些花言巧语从垃圾箱里抽出来，他在2000年的总统选举中以一个抗议商业的主题进行选举。参议员约翰·克里（John Kerry）在2004年的总统竞选中抨击了富人并承诺向他们征税。考虑到参议员的妻子特雷莎·海因茨·凯利（Teresa Heinz Kerry）拥有数亿美元的资产净值，并且正在使用每一个可用的避税计划来保持她的税率与中产阶级家庭的税率相同，这样看来这个平台就有点不协调了。另外一个民粹主义者，克里的竞选伙伴约翰·爱德华兹（John Edwards），在从参议院退休前，是一名资产数百万美元的审判律师，但他将自己描绘成一名贫穷工人的儿子，坚持要站在穷人和中产阶级的利益上。这让人回想起了温德尔·威尔基（Wendell Wilkie）反击类似诉求的罗斯福运动，他声称自己只是一个"穷苦、简单、赤脚的华尔街律师"。爱德华兹在竞选期间成为社会保障改革的一个激烈的反对者，但被对手指控其通过将法律执业得到的报酬当作股息而不是薪水来规避数十万美元的社会保障和医疗保险纳税。

前总统比尔·克林顿（Bill Clinton）在2004年民主党大会上再次攻击了"集中财富"，尽管他因为回忆录刚刚收到了1 000万美元，而他的妻子希拉里·罗德姆·克林顿（Hillary Rodham Clinton）则收到了另外800万美元。参议员泰德·肯尼迪（Ted Kennedy），拥有大量受到各种税收保护的财富，他也在大会上出现，并引用富兰克林·罗斯福来抨击布什总统支持优势方。

无论如何，《联邦证券法》在20世纪30年代没有如它的拥趸者所声称的

---

[1] H. Paul Jeffers, *Diamond Jim Brady: Prince of the Gilded Age*, p. 96.

那样，通过重塑投资者信心和重新开始筹资活动使股票市场和经济恢复。信息全面披露要求只会给企业带来更多的负担。《格拉斯—斯蒂格尔法案》的颁布将商业银行业务与投资银行业务分开，进一步导致投资银行家势力的减弱以致无法引领复苏。市场被以前本由华尔街提供的财务实力所中断。这些法规的累积效应冻结了资本多年。①

等到第二次世界大战在欧洲爆发时，大萧条才结束。随着战争的到来，罗斯福停止了他对金融家的攻击，甚至在北卡罗来纳大学毕业演讲中否认他“早餐食用的是一盘烧烤百万富翁”。② 罗斯福随后放弃了新政中的反商业活动，他成为战时司令并将许多企业家带入政府，以援助战争。新政和全面披露对经济没有任何作用。直到 1940 年，美国国民生产总值才达到 1929 年的水平，失业率仍然为 14.6%。由于与欧洲战争有关的军事物资订单，经济才刚刚从大萧条中恢复过来。

SEC 和新政法律在这种复苏中没有发挥积极作用。SEC 在第二次世界大战期间甚至被宣布为非必要机构，并被移到费城。即使在战争结束后，股市也继续疲软，达摩克利斯之剑以信息充分披露的形式继续挂在华尔街承销商头上。直到 1954 年 11 月 17 日，在对商业更加友好的艾森豪威尔当局和有利的法院意见中，驳回了对华尔街承销商的大规模反垄断诉讼，市场才恢复到 1929 年的高位。道琼斯工业平均指数在 20 世纪 50 年代增长了 3 倍，而 SEC 则陷入困顿和无争的状态。

第 2 节　美国证券交易委员会的失败

在证券交易委员会面前的欺诈

充分披露支持者传播的另一个神话是，证券交易委员会一直是市场的守护者，他们确保了诚信并阻止了广泛存在的欺诈。不过，需要提醒的是，历

---

① Charles R. Geisst, *The Last Partnerships: Inside the Great Wall Street Dynasties*, p. 246.

② Black, *Franklin Delano Roosevelt*, p. 497.

史证据表明，充分披露前的时代，金融家也不是天使。包括吉姆·菲斯克（Jim Fisk）和杰伊·古尔德（Jay Gould）等人的强盗掠夺都成为了美国财经界的传奇。20世纪90年代市场泡沫中，安然和其他大公司虽然采用机理的复杂性不同，但它们的目标并不新颖；它们嘲笑早期时代的滥用行为。

一种名叫“办公室男孩”贷款的会计计划在19世纪90年代使用，其涉及向银行职员大量“贷款”。银行职员将利用贷款来以折扣价格从公司那里购买高价资产，这些资产需要在会计报表上记录较高的价格。公司保证在下一个会计期间以高价回购。在一个案例中，一名每周赚15美元的职员从信托公司借出661 491美元。该贷款用于从纽约西部国家银行（Western National Bank of New York）购买折旧资产。纽约人寿保险公司（The New York Life Insurance Co.）更是向一名信差借款超过400万美元以资助其中一笔交易。那个员工每年的薪水是600美元。[①]

这些交易在世纪之交之后进行得更为复杂。1903年，摩根大通（JP Morgan&Co.）的合伙人乔治·珀金斯（George Perkins）安排纽约人寿保险公司向纽约证券交易所有限公司出售贬值的铁路债券，以使保险公司的资产负债表在年末有所增长。保险公司在其财务记录中声称“出售”了这些债券，但是作为所谓购买的信托公司则在自己的账户中将交易列为抵押贷款。珀金斯因此被起诉，但在债券价格大幅回升后，该案被驳回。摩根大通公司从事与纽约人寿保险有限公司的类似业务，它同意在年末购买折旧债券，但要求在第二年年初以相同的价格转售。

保险公司参与到其他年终会计欺诈中。这些计划涉及在公司遇到困难时增加利润，或者相反，人为地削减或推迟利润，以避免向投保人支付股息。公平人寿保险公司（The Equitable Life Assurance Co.）在19世纪90年代通过向合规的信托公司汇集贷款，隐藏了向代理人提供的大量预付款。这是一个监管套利，公司试图避免对这种预付款的保险监管限制。1904年，公平保险从各信托公司撤回了超过2 000万美元，以避免与信托公司的业务关系受到监

---

① Patricia Beard, *After the Ball: Gilded Age Secrets, Boardroom Betrayals, and the Party That Ignited the Great Wall Street Scandal of* 1905, p. 94.

管限制，因为这些公司的董事也是股东。资金在年终报告完成后的第二年初返回。另一个计划涉及对参与的银行高管发放互惠贷款，以避免政府限制银行对本行高管发放贷款的限制。

20 世纪最后十年，网络公司的互联网热潮可以与 20 世纪 50 年代爆发的板路狂潮相媲美。纽约的乔治·盖德斯（George Geddes）宣称板路建设将持续八年，大约有 300 家板路公司被创设。事实上，它们只持续了 4 年，而板路公司就迅速被更加耐用的路面厂商所包围。未来的强盗资本家杰伊·古尔德（Jay Gould）是一条板路上的建筑师，他对法律的鄙视变得很明显。当他被告知要求在一段路上停止施工时，古尔德（Gould）让他的律师拖延诉讼，让他的员工全天候工作完成施工后，禁令才能送达。（P. T. Barnum）巴纳姆是一名金融家和马戏团经理，他批评了内战之后产生的石油狂热，这种批评也适用于 20 世纪 90 年代的互联网热潮：

正如所说的那样，每一个骗局都证明了一些现实。毫无疑问，石油的存在是我们国家财富的重要补充。但是对石油的谎言，或狂躁，或迷信，或无论你选择如何称呼它，就是一个骗局，就像真的一样巨大的骗局，无论我们是否使用这个温和的词或引起其他痛苦感觉的词汇。

石油公司有 600 多家。这要求的资本肯定不会少于 5 亿美元。投入臭名昭著的南海泡沫的资金还不到其 2/5，只有约 1.9 亿美元。[①]

美国冰公司

尽管如此，人们也是必须经过多年时间才能找到一个金融丑闻能与安然公司丑闻相匹敌。这个候选人就是美国冰公司（American Ice Co.）。像安然公司一样，美国冰公司为政客作出了巨大捐献，并从事了可疑的会计实务操作。在 20 世纪开始的丑闻出现前，它是美国第五大公司。虽然制冰机已经面世，但它们很粗糙，应用并不广泛。大多数冰从河流和池塘中被切割并运到城市。

① P. T. Barnum, *Humbugs of the World*, p. 143.

美国冰公司力图通过合并纽约冰联合公司（Consolidated Ice Co. of New York）和缅因州的克冰有限公司（the Knickerbocker Ice Co. of Maine）创造一个垄断实体，以此来开发冰块需求。波士顿、费城、里士满和华盛顿的其他冰公司都被带到了该公司大伞下，它有效控制了大西洋沿岸所有的冰业务。它的触角甚至延伸到圣路易斯和芝加哥。

为了挫败纽约市的任何竞争对手，美国冰公司通过一些精心布置的股票礼物，获得了城市码头专员的青睐。这些专员确保竞争品将被延迟着陆而被道返回或融化。竞争对手的冰场被轮船砸碎。美国冰公司降低了对独立的冰经销商客户的使用，甚至不惜放弃了冰块。通过这些战术，多达500名独立运输员被迫停业。1900年，竞争被摧毁后，美国冰公司的冰价上涨了100%以上。

美国冰公司价格暴涨的影响是普遍的。正如《纽约时报》报道的那样，“议论无处不在，从贫民窟到俱乐部，从华尔街到街头小汽车”。其他财务欺诈更使得美国冰公司臭名昭著，它据称资本最多时达到6 000万美元，但要达到这个数字却需要相当大的想象力。诉讼声称，这个估值是会计虚构的。据说公司总裁查尔斯·莫尔斯（Charles W. Morse）收到了1 500万美元的股票以换取价值不到80万美元的物业。莫尔斯估计当时实现了1 200万美元的利润，这在当时是一笔巨大的财富。

威廉·赫斯特（William R. Hearst）在报纸上对美国冰公司发起攻击。丑闻迅速扩大。纽约市市长罗伯特·范·怀克（Robert Van Wyck）和他的哥哥，一位民主党州长提名人，被发现收到了美国冰公司股票，价值近90万美元。市长范·怀克（Van Wyck）被发现在缅因州与所谓的冰王莫尔斯（Morse）度假。两个党派其他几位著名的纽约政治家也被发现收到大量的股票以换取支持。就像安然事件之后的华尔街一样，美国冰公司成为纽约总检察长戴维斯（J. C. Davis）的目标，他开始了阻止公司在纽约开展业务。纽约州治安法官起诉公司管理人员存在共谋罪。

随着共和党全国代表大会的临近，州长西奥多·罗斯福加入了竞选行列，他将攻击美国冰公司作为竞选活动的一部分。作为回应，被美国冰公司的股

票所公关的坦慕尼协会，在总统竞选中将选票给了威廉·詹宁斯·布赖恩（William Jennings Bryan）。当然，罗斯福最后赢得了总统选举，开始了对大型企业集团的斗争。当市民看到美国冰公司和其他公司丑闻暴露的贪婪时，他们失去了对坦慕尼协会的信心。其领导人也不见了。美国冰公司甚至不得不重新定价，新定价相对于之前的垄断价格象征性地增长了30%。

像安然一样，美国冰公司的丑闻也有很多层面。1906年，在华盛顿特区发生了“冰饥荒”后该公司被起诉。纽约继续追踪该公司。罗斯福的继任者，查尔斯·埃文斯·休斯（Charles Evans Hughes）总理就下令对其提出刑事指控。与对安然会计师事务所相比，该公司在审判后被判定有罪。不过，与安达信不同，美国冰公司并没有被定罪所摧毁。该公司只是不在意地缴了5 000美元的罚款，并且继续与纽约总检察长就在纽约开展业务进行了十年的斗争。美国冰公司终于在1911年同意停止其在纽约的业务，但是由于公司自己的原因。它的天然冰业务由老的克冰有限公司（Knickerbocker Ice Co.）开展。该公司羽翼未丰的人造冰设备被转移到一个新的实体冰制造公司（the Ice Manufacturing Co.）。美国冰公司继续在其他地方经营，直到1961年，当它更名为美国消费者行业公司（American Consumer Industries Inc.）。与此同时，休斯总督也转向其他事情。他成为最高法院的司法和政治候选人，就像艾尔·戈尔一样就在快接近成功时，却错失了1916年的总统选举。

正确地说，查尔斯·莫尔斯（Charles Morse）在“银行业和工业世界中的活动都是极端的，即使是以美国的投机标准来判断”。[①] 从美国冰公司离任后，莫尔斯获得了在1907年恐慌期间几乎倒闭的一系列银行的控制权。纽约清算所拒绝拯救这些银行，除非莫尔斯同意退出银行业。莫尔斯因为从其中一家银行盗窃被判处了15年监禁。这种刑罚当时对于白领犯罪来说是非常苛刻的，但由于总统威廉·霍华德·塔夫脱（William Howard Taft）一个有争议的赦免，莫尔斯监禁只持续了几年。总统被告知，莫尔斯病得很厉害，只有几个星期可活。为了证明莫尔斯没有得到特殊待遇，另外一个濒临死亡的囚

① James G. Cannon, *Clearing Houses*, pp. 248 –249.

犯也被赦免了。另外一名囚犯确实很快死亡了，但是莫尔斯却没有。后来，莫尔斯吞下了肥皂片导致内出血，以此作为一种手段说服政府的医生，说他患有不可治愈的疾病。查尔斯·庞氏（Charles Ponzi）是莫尔斯狱友中的一个，他在被释放后继续犯下了更大的罪行。

莫尔斯在被释放后去欧洲进行了治疗，之后身体恢复了健康，比总统塔夫脱还多活了三年。莫尔斯答应如果自己被赦免将给他的律师 10 万美元酬劳，但他被释放后拒绝支付。其中一位律师哈里·杜格特（Harry Daugherty）并没有忘记这回事，他后来在沃伦·哈丁（Warren G. Harding）总统任职期间担任了美国总检察长。杜格特在 1922 年针对一些船舶建造合同起诉莫尔斯诈骗，但莫尔斯被无罪释放。杜格特自己则陷入了茶壶顶丑闻（Teapot Dome scandal），被迫辞去总检察长职务，仅仅只是避免了刑事指控。内务部长阿尔伯特·福尔（Albert Fall）并没有那么幸运。他安排将政府所有的油田租给私人开发商，从而收受了 25 万美元的贿赂，因此遭到监禁。

证券交易委员会成立前的丑闻

美国冰公司的丑闻之后还有其他丑闻发生。1907 年恐慌之后调查华尔街的普洛委员会（Pujo committee）发现华尔街存在普遍的利益冲突。诸多滥用行为被证实，其中包括向内部人士提供优惠贷款、过度投机、内幕交易和操纵。由联邦储备委员会创建的资本问题委员会（CIC）在第一次世界大战期间审查股票发行，委员会希望对战后的证券发行进行规范，因为 CIC 声称欺诈性的销售活动已经导致“士气”和“信心”的丧失，只有联邦监管才能让它们继续保持。[①] 就像 2000 年的市场低迷一样，1929 年的股市暴跌揭示出众多的生产过剩。控制着世界 90% 以上火柴生产的克鲁格公司（Kreuger & Toll）被创始人伊万·克鲁格（Ivan Kreuger）（“火柴之王”）通过伪造虚构账户和其他欺诈手段被掠夺。1929 年，克鲁格公司的证券在美国被广泛持有。克雷格将他的火柴垄断权视为资产，将他所支付的贿赂视为商誉，给予了这些科

① U. S. House of Representatives, Capital Issues Committee, p. 2.

目全新的意义。

克鲁格积攒法国货币，向政府贷款 7 500 万美元，并获得了美国雪城大学（Syracuse University）的荣誉学位，同时富兰克林·罗斯福也获得了这一荣誉。胡佛（Hoover）总统甚至邀请克鲁格到白宫就如何应对股市崩盘进行建言。像最近发生丑闻中的一些金融家一样，克鲁格在社交方面很突出，他对格雷塔·加博（Greta Garbo）进行了一系列的公关活动，并结交其他政治家和商业巨头。像安然公司的高管一样，作为一名成功的商人，他在新闻界也被高高捧起，甚至在 1929 年股市直泻而下那周登上了《时代杂志》封面。克鲁格在 1932 年自杀，之后他的公司被发现破产。对破产公司的索赔惊人地超过了 10 亿美元。克鲁格自杀后，普华永道会计师事务所进行的一项审计发现，克鲁格所称的 2.5 亿美元资产完全是虚构的。

另外一个类似安然的灾难是 20 世纪 20 年代阿勒格尼公司（Alleghany Corp.）的倒闭，这家公司拥有价值 30 亿美元的庞大铁路网络。范·斯维琳根（Van Sweringen）兄弟通过高度杠杆化的控股公司架构获得对该商业帝国的控制权，他们的投资额仅为 100 万美元。公司的倒闭成为头条新闻。该公司通过摩根大通公司出售股票，该投资银行的优先客户在向公众出售股票之前优先获得了股票，这模仿了艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）在最近华尔街丑闻中的“纺纱”计划。

20 世纪 30 年代的英萨尔公用事业投资（The Insull Utility Investments）丑闻与安然更加相似。这是一个高度杠杆化的业务，通过类似于金字塔一样的 100 家控股公司控股 250 家运营公司，由此生产了国家电力的 10% 左右。当这项业务崩溃时，投资者损失了数亿美元。然后，优先客户先获得了英萨尔的股票以获得他们的青睐，这包括几位杰出的政治人物。该商业帝国的负责人塞缪尔·英萨尔（Samuel Insull）被起诉以虚假交易误导投资者，并操纵公司股价。英萨尔曾经是托马斯·爱迪生（Thomas Edison）的秘书，他在搬到芝加哥前参与了通用电气公司（General Electric Co.）的发展，然后在芝加哥创建了自己的电力帝国。英萨尔逃到了希腊，并在与警察周旋之后被捕获。经过陪审团五分钟的审议，他最终被无罪释放，但他在巴黎地铁上遇难身亡。

历史学家哈罗德·埃文斯爵士（Sir Harold Evans）断言英萨尔“不是一个骗子”，对他的起诉是一个“有政治动机的狩猎”，这再次让人想起安然时代的起诉。与此同时，安达信成为了英萨尔公司的审计师。

在证券交易委员会的监管下

因此，对于金融而言欺诈并不奇怪。话虽如此，历史也证明，《联邦证券法》要求的充分披露并没有阻止这种滥用行为，安然公司、世通公司以及其他会计操纵大量证明了这种事实。尽管《联邦证券法》施加了严格的监管，但是在19世纪90年代，查尔斯·庞兹（Charles Ponzi）在1919年的操作被大规模地复制了。在20世纪50年代至90年代，推动股票的计划在仙股交易室里得到了资本问题委员会（CIC）的关注。20世纪80年代，投资者投入了100亿美元。然后，数十万名投资者被布林德·罗宾逊（Blinder Robinson）和新泽西第一证券（First Jersey Securities）之流彻底欺骗了。额外的立法被颁布来处理仙股欺诈行为，但因为20世纪90年代的微型股哄抬股价计划，这些骗局会成功但很少中断。

20世纪20年代市场上的其他滥用行为，大部分都被用来证明颁布《联邦证券法》是应该的。然后，几乎充分披露时代前的每一个不当行为在20世纪90年代的市场泡沫中都有对应丑闻，只不过是幅度更大而已。20世纪20年代分析师对股票的推销吹捧与20世纪90年代的分析师丑闻一样矛盾和毫无根据。投资公司的问题与现在一样普遍，证券交易委员会多年来已无力阻止这些问题，尽管他们实施了很多咄咄逼人的监管规定。证券交易委员会的创设也没有改变什么。唯一不同的是，现在虚假的季度盈利报告已成为今天丑闻的中心。

安然并不是证券交易委员会监管下第一个耸人听闻的欺诈行为。爱德华·吉尔伯特（Edward Gilbert）的职业生涯被称为“华尔街的男孩奇迹”，20世纪60年代他掠夺企业资金和奢华的生活与安然时代很为相似。吉尔伯特获得了硬木地板大型制造商E. L. 布鲁斯公司（E. L. Bruce Co.）的控制权，财富累积据估计有2 500万美元，这是一笔巨额的财富。他以生活奢侈而闻

名，其中包括在中央公园拥有豪华公寓，在法国拥有一座能俯瞰蒙特卡罗（Monte Carlo）的别墅、一个艺术品收藏博物馆，以及为其妻子准备昂贵的首饰，据说他的妻子是“世界上穿得最好的女性之一”。吉尔伯特经常出现在报纸社会专栏的名人堂里。但他从E. L. 布鲁斯“借”了200万美元来满足他拥有建筑材料制造商塞洛克特有限公司（Celotex Corp.）股票的保证金要求。吉尔伯特将购买这些股票作为布鲁斯收购塞洛克特计划的一部分，但1962年的急剧市场下滑导致了大量和意想不到的保证金追加。

吉尔伯特从公司借钱时没有得到E. L. 布鲁斯董事会的批准。合并告吹，吉尔伯特则在市场上遭受进一步的损失。然后，他向董事会承认并以个人资产作为贷款抵押物。吉尔伯特要求董事会批准贷款，但是其中一位代表外部董事的律师约翰·卡希尔（John Cahill）在董事会指控吉尔伯特在从公司借钱上单方面采取行动是种重罪之前发表了一个演讲。卡希尔进一步断言，如果董事会批准了吉尔伯特的贷款，他们可能违反对股东的信托义务，并承担个人责任。吉尔伯特之后逃到巴西，巴西是当时与美国没有引渡条约的少数几个国家之一。

吉尔伯特加入了向美国《证券法》寻求避难的行列，这群人中包括劳伦斯·麦克菲尔·比雷尔（Lawrence McAfee Birrell）、厄尔利·贝尔（Earl Belle）、本杰克·凯奇（Bern Jack Cage）、塞尔·鲁宾斯坦（Serge Rubinstein）、维吉尔·达尔迪（Virgil Dardi）和亚历山大·古特马（Alexander Guterma），古特马在20世纪50年代损失了1亿多美元，摧毁了75家上市公司。吉尔伯特的逃逸在1962年登上了全国各地的新闻首页。《生命》杂志刊载了关于他流亡的文章和照片。查尔斯·卡利特（Charles Kuralt）代表哥伦比亚广播公司（CBS News）对他进行了采访，同一个板块中，卡利特还就政府计划在吉尔伯特返回美国时对他进行起诉采访了总检察长罗伯特·肯尼迪（Robert F. Kennedy）。

五个月后，巴西拒绝了他的永久居留身份申请，吉尔伯特返回美国后确实面临着联邦和在曼哈顿的州法院的指控。当时，他成为美国检察长罗伯特·莫根豪（Robert M. Morgenthau）的起诉目标。弗兰克·霍根（Frank

Hogan）是一名斗志昂扬的纽约地区检察官，他在州法院对吉尔伯特提起了刑事指控，预示了艾略特·斯皮策与20世纪联邦检察官之间的对抗。具有讽刺意味的是，罗伯特·莫根豪（Robert M. Morgenthau）作为霍根的继任者担任曼哈顿地区检察官。莫根豪在位数十年之久，甚至足以在2000年市场泡沫破灭之后指导对泰科公司和其他公司高管的起诉。

吉尔伯特因向他的公司“借”了200万美元，且并没有按照证券交易委员会要求提交股票销售的信息表格而被指控盗窃，这是布什总统在哈肯犯下的一个疏忽。1957年，吉尔伯特被国家和联邦指控犯罪，并在州（纽约州新监狱）和联邦监狱服刑两年多一点。吉尔伯特被阻止按照美国国税局危机评估的要求偿还200万美元，这是在起诉和监禁方面发挥重要作用的一个因素。1977年，联邦上诉法院对美国国税局的危机评估作出裁定，认为吉尔伯特没有偷走钱，并打算偿还贷款。然而，吉尔伯特的问题还没有结束。他被控操控通讯设备制造商康纳克公司（Conrac Corp.）股价，并被送回监狱。尽管他的律师艾伦·德尔霍维茨（Alan Dershowitz）立即争取，但是他的呼吁仍然失败了，德尔霍维茨曾在玛莎·斯图尔特（Martha Stewart）丑闻中发声。吉尔伯特从监狱出来后，偿还了他的债务，并建立起一个成功的房地产帝国，在25个州拥有180个物业，价值15亿美元。

其他财务丑闻也反映出证券交易委员会无论是在过去还是现在都无法防止这类问题的产生，这具有相似之处。美国证券交易委员会在20世纪30年代最骄傲的时候，强迫纽约证券交易所（NYSE）进行重组，因为它发现其领导人理查德·惠特尼（Richard Whitney）挪用大笔资金。这个丑闻也有其当代版本，纽约证券交易所负责人理查德·格拉索（Richard Grasso）在21世纪开始时被发现收到了大笔资金，数额尤为巨大。根据艾略特·斯皮策的说法，格拉索虽然没有贪污，但他在证券交易委员会无处不在的监督下，还是非法抽调了交易所的资金。

20世纪60年代，在股票市场上被称为“走出去”之年，开始出现涉及美国证券交易所专家的巨大丑闻。这种丑闻在20世纪纽约证券交易所专家丑闻中也有对应案例。甚至艾略特·斯皮策努力接手证券交易委员会摇摇欲坠

的监管角色，这也并不新鲜。斯皮策的前任纽约总检察长丹尼斯·科夫（Dennis Vacco）举行了公开听证会，并报道了大量的“锅炉房”业务，欺骗了数百万美元的投资者。更早些时候，纽约总检察长在1969年的一项研究发现，对新的证券问题进行监管的全面披露方法证明是完全无效的，这一发现在20世纪90年代的网络公司股票上市中再次被证明。

一个涉嫌路易斯·沃尔夫森（Louis E. Wolfson）的丑闻在安然公司丑闻时代暗示了要对高级管理人员进行起诉，如伯纳德·埃贝斯（Bernard Ebbers）声称这些高管将会计问题留给了他人。20世纪50年代，沃尔夫森以收购蒙哥马利—沃德公司（Montgomery Ward）失败而闻名。塞维尔·埃弗里（Sewell Avery）赢得了这次收购，但后来因为机构投资者对其专制领导不满而被迫辞职。这算得上沃尔夫森荣耀的最高点。1958年，美国证券交易委员会对沃尔夫森提起民事诉讼，指控他发布虚假新闻稿，声称他出售了持有的美国汽车公司（American Motors.）股份的四分之一。事实上，他已经全部卖掉了，甚至进行了卖空交易。此后，沃尔夫森被定罪为在未向证券交易委员会注册的情况下出售证券。他的辩护是，他“关心公司财务而非证券法规定的这些‘细节’”，他太过于“忙于大事”以致没有关心到这些下属应该处理的“小事”。第二巡回上诉法院（The Second Circuit Court of Appeals）在审议沃尔夫森时指出：“很显然，陪审团在裁定上诉人有罪时拒绝了他的这一辩护，如果有任何辩护确实存在的话。”

沃尔夫森因为另一个计划被起诉，因为他组织了一个第三方秘密地购买其控制公司梅里特—查普曼·斯科特（Merritt – Chapman Scott）的很多股份。由于贷款限制，该公司不能以自己的名义买入股票，沃尔夫森认为该公司的股价被低估，因此实施了诡计。起诉书还指控沃尔夫森向证券交易委员会说谎，并提交虚假报告。陪审团认为沃尔夫森有罪，但上诉的裁定被扭转。因为陪审团和法官不能就这些指控达成一致意见，所以沃尔夫森的两次重审都陷入僵局。该事件后来得到了和解，沃尔夫森被判缓刑，罚款1.2万美元。特拉华州法院此后认定，沃尔夫森有权从梅里特—查普曼·斯科特获得诉讼所有费用、律师费以及相应的利息赔偿。这些费用相当可观，因为他的辩护

人是当时著名的审判律师和华盛顿红人队（Washington Redskins）的所有人爱德华·本内特·威廉姆斯（Edward Bennett Williams）。沃尔夫森的丑闻并没有结束。《生命》杂志在1969年报道说，最高法院法官阿布·福塔斯接受了沃尔夫森家族基金（Wolfson Family Foundation）为其购买的终身年金，每年需付款2万美元。福塔斯当时是首席大法官的候选人，但事情被揭露后引发了一场争议，他被迫辞职。

20世纪70年代，滥用行为包括投资者海外服务（IOS）共同基金崩溃，后来又被罗伯特·维斯科（Robert Vesco）掠夺，国家学生营销（National Student Marketing）和四级护理中心（Four Seasons Nursing Centers）中发生了广泛知晓的会计欺诈以及格伦W.特纳（Glenn W. Turner）的传销事件。洛克希德（Lockheed）等大型企业为了获得业务而向外国政府官员进行可疑支付，导致了20世纪70年代问题揭穿时几个外国政府的垮台。几十年来的股权融资丑闻（Equity Funding scandal）涉及大规模地在公司里做假账。

20世纪80年代，曾经有无数的财务丑闻。宾夕法尼亚广场银行（购物中心银行）倒闭了，国际信贷与商业银行（BCCI）被发现是一家国际犯罪企业，储贷危机则威胁了整个金融体系。20世纪80年代的内幕交易丑闻涉及伊万·波斯基（Ivan Boesky）之流，及起诉"垃圾债券国王"迈克尔·米尔肯（Michael Milken）。鲍德温联合公司（Baldwin United Corp.）从出售钢琴起家到控股保险公司，它的破产最终导致投资者总共损失约90亿美元。鲍德温联合公司一些方面与安然很像，当市场变化削弱了公司的业务计划时，对盯市会计制度的滥用就被揭露出来了。

新旧会计丑闻

即使在安然事件之前，会计丑闻也与政治紧密相联。韦德技术公司（Wedtech Corporation）是一家表面上的少数控股企业，20世纪80年代它被媒体指控构成了巨大的会计欺诈。当时在曼哈顿的美国检察官鲁道夫·朱利亚尼（Rudolph Giuliani）对与韦德公司有关人员起诉并定罪。其中三名被告的判决被搁置了，第二巡回法院（the Second Circuit）在上诉后发现，根据与玛

尔塔·斯图尔特审判中政府证人提供的假证相对比，本案中政府检察官提出的证据是假的。独立的特别检察官詹姆斯·麦凯（James C. McKay）花了300万美元来对罗德里安·里根（Ronald Reagan）总统的政治顾问林·诺其格（Lyn Nofziger）定罪，他与韦德公司的游说存在关联。这一定罪也被提出上诉。

20世纪80年代的储蓄和贷款（S&L）协会危机产生了巨大的反应，带来了更多的监管和强化受托责任，导致银行“贷款减少，资本流动逐渐消失，美国经济本身的活力也就逐渐流失了”。[1] 结果带来了1991年的经济衰退，也导致乔治·布什连任。此外，这一监管规定并没有阻止安然时代的滥用现象，而是暗示着对在本已繁重结构上增加更多监管可能带来的反应。正如一位法学教授所说：

> 20世纪80年代和90年代初，法院就金融机构扩大业务范围的决定进行事后揣测，这在之前本是毫无疑问的。因此，银行和储蓄机构的董事现在面临着普通法上的过失责任，因为贷款的担保充足性不够，过度依赖风险大的抵押品，预支付利息条款，安全性不完善和对拖欠贷款展期。此外，无论法律或附则如何规定，法院都是第一次认为金融机构董事对内部控制缺陷负有责任。最近在这方面最重要的一件事是对董事规避或忽视贷款承贷标准，不分析借款人信贷档案，以及放松贷款和其他投资管理要求进行惩罚。因此，在银行业中，普通法的审慎义务大大减少了董事会批准银行贷款的自由裁量权。[2]

即便监管很全面，包括要求公众机构都进行全面的信息披露，但1984年至1994年，仍有超过1 000个储贷机构和1 100家银行倒闭。政府作出了巨大的努力来清算这些机构并找出了诸如倒闭的林肯储蓄贷款协会（Lincoln Savings & Loan Association）的主要负责人查尔斯·基廷（Charles Keating）等替罪羊。在他被监禁不久后，法院拒绝受理他的案子。在一个奇怪的场合，一

---

① Joseph E. Stiglitz, *The Roaring Nineties*, p. 40.

② Patricia A. McCoy, "A Political Economy of the Business Judgment Rule in Banking: Implications for Corporate Law," pp. 48 – 50.

名联邦法官发现，联邦存款保险公司（FDIC）向查尔斯·霍尔维茨（Charles E. Hurwitz）提出了10亿美元毫无根据的索赔，该富豪是一名德克萨斯州商人，他在倒闭的储贷机构中拥有股票。法官发现，联邦存款保险公司在戈尔副总统的鼓励下提起诉讼，以便迫使霍尔维茨自己公司名下所拥有的4 400英亩古红木林通过“债务—资产”互换转给一家公园。法官命令FDIC支付霍尔维茨的诉讼费用。尽管早先的立法失败，国会在储蓄和贷款危机之后进一步发展，将单纯的商业错误定为刑事犯罪：

很少有犯罪行为比这些不诚实的银行家更能引起公众的愤怒了。对那些倒闭的大型机构掌舵人的高调起诉满足了新闻媒体、政治家和社会评论家的胃口。因此，在20世纪80年代以后，银行和储贷机构向公众提供了足够多的爆料素材，再加上高调起诉，下一步就是政治建树了。这其中给予的假设是金融业中充满了犯罪分子。虽然许多理论已经被提出来解释20世纪80年代的银行业危机，但没有任何经验数据表明广泛的犯罪行为是主要原因。然而，广泛犯罪的假设并没有多大的政治风险。无理性的民选官员、法官或法学学者被认为是“对犯罪心慈手软”。因此，国会在总统的支持下颁布了一系列法律，代表了司法系统看待银行业和储贷行业存在激进的背离。由于银行业的独特性，这一点变得很重要。我们的银行业务是复杂的，国会的监管体系也是庞大的。

合规负担挑战了最全面的合规系统设计人员的敏锐度。即使在理想的情况下，一些贷款将无偿支付，一些账户将被透支。人们必须承认，即使是最有才能的技术支持人员也偶尔会犯错误。部分报告完成得不正确。一些规定将被违反。除了罕见的情况外，这些错误和违规都源于疏忽、无知或者商业判断的错误。由于潜在的惩罚是巨大的，这种商业现实与这里所述的法律变化变得更加相关。通过反洗钱立法，在银行业不断演进的职能中加入执法功能，发现银行官员和董事可以使用大量潜在的刑事处罚。[1]

---

① John J. Byrne et al., “Examining the Increase in Federal Regulatory Requirements and Penalties,” pp. 20–21.

1987 年的股市崩盘再次证明，美国证券交易委员会和全面披露制度不能稳定市场或防止陡然下滑。1987 年的崩盘创下了历史上最严重的周下滑纪录，超过了 1929 年的股市崩盘。美国证券交易委员会指责 1987 年市场突破是由于商品期货交易商大量投机低保证金的股指期货合约造成的。根据美国证券交易委员会的报告，商品期货市场已经成为“合成”股票市场，并被用于对股票定价。换句话说，商品市场被认为比股票市场更有效率，但是这怎么可能呢？商品市场没有完全披露的概念，但这些市场比美国证券交易委员会调控的全面披露市场更有效率！

20 世纪 90 年代，美国证券交易委员在由亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）的领导下变得更有活力了，但是在通过全面披露制度来阻止欺诈行为方面同样无效。预计标准普尔 500 强企业的总体盈利在本世纪末将虚增 20% 以上。1998 年至 2002 年，上市公司重述了 860 多份会计报表，这在许多情况下是为了增加收益或减少损失而造成的。莱维特管理期间，在上市公司数量则下降了 14% 的同时，财务重述次数增加了 53%。

起诉

司法部长约翰·阿什克罗夫特（John Ashcroft）在 2004 年 3 月吹嘘，司法部已经起诉了 600 多名高管，并对安然和其他财务丑闻中相关事项定罪 200 多起。到年末，定罪数量已增至 500 多起。有了这样的统计数据，充分披露制度听起来更像是毒品交易，而不像是监管金融市场的有效基础。参与证券业的每个人都面临被起诉的风险或个人责任，因为被事后觉察的信息披露失误。为了让充分披露工作有效运转，似乎每个上市公司都将被证券交易委员会定期起诉，而且当企业发生问题时，他们的高管都应该被起诉。

美国证券交易委员会和司法部甚至将最简单的企业内部管理失败定罪。一名行政人员在每次乘坐公务飞机时没有拿到公司董事会决议，现在都将被定为犯罪分子。接受行政总裁授予的奖金将会受到重罚，除非他们在接受资金前要求董事会进行决议。如果企业管理人员在公司面临失败时，通过吹捧公司来激化员工士气，也将面临多年的监禁。只要违反信托义务是为了谋杀

犯就要遭到监禁。如果社会要推进，就必须鼓励冒险，这是改革者似乎无法掌握的悖论。安然是一个令人兴奋的新商业模式，它在能源交易中带来了几项创新，虽然在加利福尼亚州和其他地区的能源市场中出现了巨大的问题。安然“资产轻”模式最终在市场低迷中失败，但这不应阻止其他人改革和修改该模式使其发挥作用。然而，如果企业家的每一步都被刑事起诉所困扰并受到与暴力罪犯同样严厉的制裁，那没有一个企业家会这样做。

对企业高管的大量起诉导致了聘请前任检察官和监管人员作为外部董事的需求大增，特别是在那些有监管问题的公司。这些公司包括洛克希德·马丁公司（Lockheed Martin Corp.）（美国曼哈顿前检察长詹姆斯·科美加入，他起诉过玛莎·斯图尔特和弗兰克·奎塔罗）；布里斯托尔—迈尔斯·施贵宝（Bristol－Myers Squibb Co.）（前联邦调查局局长路易斯·弗雷齐加入，美国检察官选择其担任此角色并将这作为与该公司进行和解的一部分）；阿德尔菲亚通讯公司（Adelphia Communications Corp.）（前SEC总监小菲利普·洛克尔加入）；计算机联合国际公司（Computer Associates International Inc.）（SEC前总监劳拉·昂格尔加入）；美国国际集团公司（American International Group Inc.）（SEC前总会计师迈克尔·萨顿加入）；马氏公司（Marsh & McLennan）（布鲁克林扎克里卡特的前美国检察长加入）和联合技术公司（United Technologies Corp.），（前副总检察长杰米·戈雷利克加入）。证券交易委员会前主席理查德·布林登（Richard Breeden）和美国前总检察长尼古拉斯·卡岑巴赫（Nicholas Katzenbach）正试图对拥有信息披露问题的大型公司进行完全控制。上述这些人没有一个拥有管理的资格。他们唯一的作用是要求谨慎和规避风险。

阿什克罗夫特（Ashcroft）检方的诉讼统计数字反映了信息全面披露中另一个令人不安的问题：给政府和企业带来腐败。政府检察机关在执行全面披露方面失去了诚信。使用家庭成员成为敲诈高管认罪的棋子，对高管家庭进行黎明袭击，将嫌疑人带上手铐拍照并刊登在新闻上虽然具有新闻效果，但是以失去公平、正义和正当程序为代价，在安达信的案例中，美国失去了28 000个工作岗位。同样令人不安的是，当政府实际上经受审判时，检方经常

失败，就像安然宽带审判案一样，检察长西奥多·西波尔（Theodore Sihpol）和安达信事务所撤销有关诉讼裁决。高调定罪［如伯纳德·埃伯斯（Bernard Ebbers）、约翰·里加斯（John Rigas）和弗兰克·奎塔罗（Frank Quattrone）］经常伴随着司法和检察机关的不当行为，并诱使陪审团对富人持有偏见态度。给予首席执行官宽容待遇以换取他们对公司管理人员进行作证指控的模式还在发展。首席财务官是会计操纵的规划者，是安然时代丑闻的核心。正是他们那些向行政官员兜售这些做法。首席执行官在参与这些计划时最糟糕的情形也只是被动接受，但他们往往被终身监禁。

美国证券交易委员会和联邦检察官总是通过找到那些应该披露的其他内容来创造了可疑的全面披露罪名。当披露失败的时候，他们威胁其家庭成员，就像在迈克尔·米尔肯（Michael Milken）、安德鲁·法斯托（Andrew Fastow）和塞缪尔·瓦克萨尔（Samuel Waksal）案例中一样。管理人员在察觉到政府起诉的威胁时，可能进行伪证并施加阻碍，他们将不可避免地清除那些档案。追究对高管的虚假指控，例如驳回对玛莎·斯图尔特（Martha Stewart）的指控，将一般商业行为定为犯罪行为，如艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）改革中所暴露出来的行为，为雄心勃勃的检察官提供头条新闻，但对经济没有任何贡献。鲁道夫·朱利亚尼（Rudolph Giuliani）在起诉华尔街后声名鹊起，虽然许多人的裁定在诉时都被推翻了。依靠这一模式，艾略特·斯皮策将财务报告作为追求高层次工作的基础，在和解中得到了数十亿美元和头条新闻的关注。斯皮策显然地试图模仿其他的纽约检察官，如朱利亚尼（Giuliani）和托马斯·杜威（Thomas Dewey），他由于高调起诉已经晋升到了更高级别的机构。斯皮策甚至将复制对20世纪初发生在保险行业的攻击。查尔斯·埃文斯·休斯（Charles Evans Hughes）是执行此次调查的阿姆斯特朗委员会的顾问，这一举动促使他进入总督办公室，这个职位已经非常接近总统了。

全国证券交易商协会（NASD）宣布，2004年收取了创纪录的罚款，金额共计1.02亿美元，NASD的投资者仲裁金额也达到了创纪录的1.94亿美元。美国证券交易委员会报告说，2001年至2004年，执法案件的数量增加了

40%。美国证券交易委员会2004年的处罚额达26.8亿美元，高于2002年的13.9亿美元。证券交易委员会查办的金融诈骗案件中约有20%涉及财富500强公司。罚款只是耗尽了公司的资金，没损害个人的利益。事实上，政府问责办公室（Government Accountability Office）发现，这些高调查办的案件中有大部分罚款和返还是无法收取的。安然公司丑闻后，无法收取的罚金在三年内翻了一番，达到250亿美元。尽管如此，大量罚款仍在被宣布，即使无法收取，但至少确保了头条新闻。即使是一些证券交易委员会专员也对后安然时代的过度的起诉热情感到窒息。证券交易委员的两名专员反对与美联银行（Wachovia bank）达成和解协议，该银行同意支付3 700万美元来与证券交易委员会的指控和解。美国证券交易委员会指控，该银行与阳光信托银行（SunTrust Bank）的收购战期间，并没有披露购买第一联盟（First Union）5亿美元的股票。这两名专员认为，罚款金额过大，而且只能对股东进行惩罚，而不是对行为负责的管理层。他们还反对针对奎斯特通讯公司（Qwest Communications International Inc.）的2.5亿美元罚款。此后，美国证券交易委员会以3-2的方式表决，拒绝了对环球电讯公司（Global Crossing）负责人加里·温尼克（Gary Winnick）提出诉讼的建议，尽管他同意支付100万美元的罚款。美国证券交易委员会主席威廉·唐纳森（William Donaldson）在受到过多监管的批评之后加入了这一投票，经常与民主党议员一起反对共和党人辛西娅·格拉斯曼（Cynthia A. Glassman）和保罗·阿特金斯（Paul S. Atkins）。反常地，投票认为温尼克不应该承担责任，因为他只是公司的董事长，而不是负责业务的执行官。即使创办并控制了公司，改革主义的目标就是分割首席执行官和董事长的角色定位，使温尼克从制裁中解救出来。

唐纳森（Donaldson）在从美国证券交易委员会退休之前，也回溯了几项悬而未决的规则建议和执法行动。民主党专员哈维·戈德施米德（Harvey Goldschmid）之后宣布计划从美国证券交易委员会辞职，另一个明显共识是反对增加监管。在上诉法庭抛出了美国证券交易委员会规则，要求共同基金分拆董事会主席和首席执行官的角色，并增加独立董事人数后，这种回撤几乎变成了一种路线。法院认定，SEC没有充分考虑到这项规则的影响。唐纳森

在该决定之前宣布辞职，他知道他的继任者不会批准这样一个不合理的要求。通常，这样的规则需要几个月或几年的时间才能重新制定，但唐纳森在一个星期内匆忙地通过证券交易委员会推翻这个规则，以便保证在他离职前一天可以通过。这似乎令上诉法院感到烦恼，因为唐纳森在再次采用该规则之前甚至没有等待法庭的授权。法院在美国商会（the U. S. Chamber of Commerce）再次提出上诉之前，继续执行已被重新采用的规则。一名证券交易委员会专员辛西娅·格拉斯曼（Cynthia Glassman）为唐纳森不合时宜地匆忙向法院道歉。

唐纳森受到后来调查的支持，调查结论是聘请额外的独立董事和独立的董事会主席并没有被证明过于昂贵。不过，唐纳森的行为严重削弱了证券交易委员会作为一个无党派组织所剩不多的良好形象。《华尔街日报》报道，美国证券交易委员会进一步采取行动泄露了这样一个事实，即正在调查富达共同基金组织的负责人富豪爱德华·约翰逊（Edward Johnson），他因接受 2002 年冬季奥运会花样滑冰活动免费门票而被认为罪不可赦。碰巧，约翰逊是共同基金公司治理规则中较为严厉的批评者之一，并发表了一项研究证明该规则是不合理的。

美国证券监督管理委员会专员哈维·戈德施密特（Harvey Goldschmid）宣布他正推迟离开，以致共和党执政者在唐纳森离开后不能废除安然时期的“改革”，这在证券交易委员会中促进了无党派政治的出现。即便如此，安达信的两名合伙人在唐纳森离开后在证券交易委员会中获得了 2 – 2 的选票，因此得到豁免。两位共和党议员投票决定撤销这些审计机构对光谱信息技术公司（Spectrum Information Technologies Inc.）审计工作不当的指控。尽管行政法官没有发现任何不当行为，但民主党议员仍投票认定有罪。分裂投票结果证实了这一决定。

两位本不可合作的商业伙伴，前参议员鲍勃·多尔（Bob Dole）和汤姆·达希勒（Tom Daschle）在《华尔街日报》的社论页上呼吁修订耗费巨大的《萨班斯—奥克斯利法案》。美国证券交易委员会还多给了小公司一年的时间以使其满足内部控制报告要求。由于这项要求已经拖延了很长时间，所以

目前还不清楚为什么它是必需的。没有这些要求经济复苏得很好。证券交易委员会的财政部长约翰·斯诺（John Snow）呼吁，检察机关不应将企业的每一个错误定为刑事犯罪，检察机关的决定更加平衡。他任命了一个咨询委员会，研究《萨班斯—奥克斯利法案》对小企业的影响。据报道，2003 年将股票退市的公司数量翻了一番，许多企业决定不成为上市公司，因为由于那些法规产生的成本。

这为私募股权投资者创造了一个福音，因为初创公司是由公共市场驱动的。为那些决定取消股票上市的公司创造了一个新的术语“走向黑暗”。公司对内部控制的审查和评估的要求花费高昂，并将企业资源从生产转移到审计师。内部控制要求的成本持续高涨，大型公司平均达到了 436 万美元，比一年前的估计高出 40%。另一项调查发现，这些合规成本实际上要高得多，平均为 780 万美元。在这些成本占其收入的百分比方面，小企业承担了更大的负担。总成本估计为 350 亿美元，是美国证券交易委员会最初预测的 20 倍。平均审计费用在 2004 年几乎翻了一番。2005 年的年度成本预计将超过 60 亿美元，有的企业还被指控将这项工作的一小部分外包给印度，对经济造成了一种外流。在这些成本下，2005 年上半年，有 227 份财务报告被重述，相比之下 2004 年全年仅为 282 次。证券交易委员会和公共会计监督委员会（PCA-OB）宣称增加成本的过错在于审计师，因为他们对《萨班斯—奥克斯利法案》的解释过于严厉。当然，如果审计人员不这样解释这个法案，那么他们会去蹲监狱。为了进一步扭转批评态势，美国证券交易委员会宣布将尝试减轻《萨班斯—奥克斯利法案》的负担。美国证券交易委员会还推翻了 FASB，并将期权费用化要求延期六个月，但他们拒绝了思科系统采用市场方式对其员工期权进行估值的要求。

公司正在招聘合规官员，并根据美国证券交易委员会法律要求培训员工，这需要额外的培训人员，并消耗大量员工时间进行培训。“纽约时报”报道，太阳微系统公司（Sun Microsystems）估计每年将花费 600 万美元进行此类培训。另一项费用是向 PCAOB 支付的费用，一些上市公司每年为此花费超过 200 万美元。《萨班斯—奥克斯利法案》在艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）

阵营中也有支持者（除梅塞塞斯，萨班斯和奥克斯利以外），他并不支持立法被证明有用的观点。实际的结果令人沮丧。由于萨班斯—奥克斯利法案的要求，推迟提交文件的公司数量翻了一番。约有500家公司报告其内部控制存在缺陷，以满足不切实际的证券交易委员会完全披露要求，其中包括伊士曼·柯达（Eastman Kodak）和阳光信托银行（SunTrust Banks Inc.）。

独立研究机构金融利率公司（Rate Financials Inc.）的研究发现，标准普尔500指数公司中有1/3的公司在2004年没有报告准确的财务报表。其中，40%的公司正在从事关联交易，正是这种交易使得安德鲁·法斯托带垮了安然。该公司的其他研究发现，75%的被研究公司仍在从事表外融资，64%的公司正在为养老金投资提供不切实际的假设。证券交易委员会于2005年7月采取行动，指控20家上市公司未能提交任何财务报告。在美国，《萨班斯—奥克斯利法案》未能鼓励创业精神。佛罗里达国际大学（Florida International University）的保罗·雷诺兹（Paul F. Reynolds）教授带领的一项研究发现，2003年至2004年新增企业的数量已经下降了20%。

全面披露正在以别的方式减少。2004年，对公司盈利和其他财务状况进行预测的上市公司数量下降了17%。那些最大公司的预测下降了近20%，一项调查显示，另外10%的上市公司计划对预测进行限制。那些成功的高管为了避免在未来由于某些问题或在经济衰退的情况下受到证券欺诈的指控，选择提前退休。首席财务官退休成潮。2004年，离职高管的人数增加了23%。一名行政人员在与改革者作斗争。雀巢公司（Nestle SA）的彼得·布鲁贝克（Peter Brabeck）寻求将自己的董事长和首席执行官角色结合起来，扭转了雀巢将这些角色分割的局面。

美国证券交易委员会的唐纳森（Donaldson）针对最糟糕的“改革”（要求管理层对内部控制出具年度意见）不断增加的批评进行了回应，对其提出的问题发表了评论，并主张对小公司和外国公司延迟实施这一要求。为讨好改革者，唐纳森敦促更多的高管薪酬披露，但《萨班斯—奥克斯利法案》改革似乎在这个领域失败了。2004年授予首席执行官的奖金大幅增加，管理人员的津贴也在增加。对近200家上市公司的调查发现，首席执行官的薪酬增

长了12%。他们平均收到约1 000万美元。另一项调查发现，首席执行官与一般工作人员的薪酬比从2001年的301∶1增加到2004年的431∶1。其中一个赢家是华特迪士尼的迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner），尽管有股东向他投了前所未有的不信任票，但他仍然收到了725万美元的奖金。高管们由于起诉的威胁和监管的困扰选择退休，退休福利也在激增。万斯·科夫曼（Vance D. Coffman）从洛克希德马丁公司（Lockheed Martin）首席执行官的位置上退休后获得了3 150万美元。小亨利·麦金内尔（Henry McKinnell Jr.）从辉瑞（Pfizer）退休后每年获得650万美元。埃克森美孚公司（Exxon Mobil）的李·雷蒙德（Lee Raymond）、SBC通信集团（SBC Communications）的小爱德华·惠塔克（Edward Whitacre Jr.）和联合健康集团（United Health Group）的威廉·马克圭尔（William McGuire）都在退休后每年收到了超过500万美元的支付。

一项研究表明，审计委员会成员的财务专业度较高的公司往往在股市上的表现比那些没有的更好，这似乎直观。然而，市场上表现优异者的审计委员会，巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司，却在该项调查中排名垫底。为满足纽约证券交易所对外部董事占大多数的要求，巴菲特任命微软（Microsoft）的创始人比尔·盖茨（Bill Gates）为伯克希尔哈撒韦董事会成员。他的董事会成员伙伴们还包括可口可乐公司的前任主席唐纳德·基亚（Donald Keough），以及三级通讯公司（Level 3 Communications Inc.）的沃特·史葛（Water Scott）。几位巴菲特的亲戚，包括他的律师，同一家公司的合伙人，以及巴菲特的其中一名儿子霍华德（Howard），仍留在董事会。《华尔街日报》报道说，尽管巴菲特经常批评对冲基金，但伯克希尔哈撒韦向巴菲特朋友儿子管理的对冲基金投资了约5亿美元。无论如何，改革者们并没有放弃。除此之外，他们希望首席执行官从常春藤盟校获得文科学位，一改目前学位集中于州立学校和私立大学商学院的局面。

即使是艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）也试图表现得对商业更加友好，作为他参加即将到来的纽约州州长竞选的热身，但是他在2004年12月的新闻采访中表现得过于明显。斯皮策对记者说，让证券交易委员会“再次充满

活力”要减少那些更加激进的监管行动。斯皮策在接受采访时表示，对50个不同的州进行调查可能使监管分割。该采访和评论于12月25日在《纽约时报》的头版上登载。斯皮策的言论被批评为明目张胆地呼吁企业支持他的竞选，斯皮策很快声称，他的意思被曲解了，《纽约时报》随即收回该言论。为了证明自己的韧性，斯皮策在2005年威胁进行更多指控，他再次对保险行业发起了攻击，并指责联邦百货公司（Federated Department Stores）的首席执行官詹姆斯·齐默尔曼（Manuel Zimmerman）涉嫌在反垄断调查中做伪证。这引起了商界的批评。美国商会主席汤姆·多诺霍（Tom Donohue）指责斯皮策扮演了“调查人员、检察官、法官、陪审团和行刑者”的角色，这一说法被广泛引用。《华尔街日报》的一篇社论嘲弄，斯皮策试图不让任何厨师长在詹姆斯比尔德基金会（James Beard Foundation）的董事会任职，因为一家纽约烹饪学院的负责人被起诉从基金会进行盗窃。斯皮策说，厨师长存在利益冲突，因为他们参与了食品制作业务，所以他们不能在董事会任职。

总检察长狼群

公司另一个不必要的负担是州总检察长狼群，他们的袭击对象从烟草、毒品、银行和金融分析师到互惠基金。艾略特·斯皮策和其他七名州总检察长甚至对位于本州以外的公用事业公司进行起诉，理由是这些公司通过排放对未经证实的全球变暖造成影响。这些诉讼试图要求这些公用事业公司在未来十年内将其一氧化碳排放量减少3%。州检察长将被巨大的烟草和解方案鼓舞。这些和解对于协助各州诉讼的私人律师也是一种福音。法律费用共计达数十亿美元，并且其中充斥着各种滥用。德克萨斯州前总检察长丹·莫拉莱斯（Dan Morales）和休斯顿检察长马克·穆尔（Marc Murr）被判入狱，因为他们试图通过不正当的费用索赔从德克萨斯170亿美元的和解方案中窃取数百万美元。尽管霍夫·罗德姆（Hugh Rodham）没有这样的诉讼经验，但他仍从烟草和解中进行费用申报，他是第一夫人希拉里·克林顿的弟弟。检察长使用并鼓励私人律师代表本由检察长代表的州进行诉讼。这种关系对两者都有一些内在好处。私人律师可以向总检察长寻求应急费用，而这些费用总

检察长拿不到，私人律师反过来可以向总检察长进行政治捐款。美国商会的一项研究报告指出了这样的一些安排，其中包括一家经常与加利福尼亚州总检察长比尔·洛克（Charles Lockyer）有业务关系的大型集体诉讼公司米尔贝格·韦斯伯沙德和舒曼律所（Milberg Weiss Bershad & Schuman）的律师向洛克检察长提供了 15 万美元。

州检察长以及许多其他州官员在烟草业诉讼成功之后开始扩大了撒网范围，加利福尼亚州总检察长比尔·洛克（Bill Lockyer）针对麦当劳和其他快餐店提出诉讼，试图要求这些食品在他们的炸薯条上贴上可能会导致癌症的警告标签。飞越了衣衫褴褛的民粹主义阶级斗争旗帜和反商业攻击，州检察官正在寻求通过诉讼建立国家政策并实施自己监管要求，在这个过程中他们绕过了国会。坚定的自由主义者和比尔·克林顿政府的前劳工部长罗伯特·里奇（Robert Reich）称此为“诉讼监管”的新时代。《纽约时报》杂志甚至将斯皮策的策略描绘成民主党人通过攻击共和党人来进行战略性复苏。德克萨斯州特拉维斯县的民主检察官罗尼·厄尔（Ronnie Earle）决定将《纽约时报》倡导的战略付诸实践。他起诉超级保守的众议院共和党多数党领导人汤姆·德莱（Tom DeLay），在与公司运动有关的捐款中进行洗钱活动。这些指控是可疑的，但效果立竿见影，将德莱从其领导职位中拉下了马，这是在民意调查中无法实现的壮举。

德莱指控，起诉是民主党人将保守政治定为犯罪行为的一种努力。当民主党众议院少数党领袖南希·佩洛西（Nancy Pelosi）将厄尔（Earle）获得的逮捕令链接到她自己的网站上时，关于民主党人是否会利用厄尔的党派进行起诉的怀疑被消除。令德莱沮丧的是，审理案件的法官是鲍勃·珀金斯（Bob Perkins），他是民主党人并且是行动组织（Moveon. org）的主要捐献者，行动组织是由乔治·索罗斯创立的自由主义组织，它也是对德莱的主要批评者之一。德莱的律师试图让珀金斯撤诉，但珀金斯进行了抵制，另一名法官不得不下令撤诉。德莱还因为罗尼·厄尔（Ronnie Earle）针对西尔斯罗巴克公司（Sears Roebuck）和饼干桶（Cracker Barrel）的案件进行和解而勃然大怒，这两家公司的捐献备受争议因为捐献是简单地要求他们对德克萨斯大学的学校

公共事务学院进行捐款，德克萨斯大学位于厄尔的家乡奥斯汀（Austin）。这些捐款用于资助一个关于企业资金在政治中作用的项目。

虽然总检察长和现任地方官员以相对晦涩的方式为他们的活动提供了掩护，但他们对政治进程的攻击，以及他们随机且具有政治动机的攻击对企业造成的威胁正在达到一个不能再被忽视的程度。控制州检察长的努力已经开始。纽约证券交易所理查德·格拉索（Richard Grasso）和肯尼斯·朗根（Kenneth Langone）一直在打击艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）具有政治动机的诉讼，甚至在新闻界嘲笑他。在共同基金丑闻中唯一被斯皮策审判的被告人导致了检察总长遭受令人尴尬的损失。也许更为严峻的挑战是竞争企业研究所（the Competitive Enterprise Institute）提起的诉讼，该诉讼挑战了全国检察总长协会（the National Association of Attorney Generals）进行的烟草业和解方案，指责其是违反了反垄断法的卡特尔。检察总长也被指控违反了宪法的“紧凑条款”，该条款禁止各州之间缔结契约。另一个考量是商业条款赋予了国会规范州际商业的权利。

在艾略特·斯皮策的领导下，总检察长狼群现在甚至攻击各方面的业务，特别是金融业。最近，康涅狄格州检察长理查德·布卢门特尔（Richard Blumenthal）宣布，他自己将对对冲基金的监管放上日程。布卢门特尔对美国证券交易委员会在这些业务上的有限规定感到不满，并且正在寻求其他州的帮助来施加单独的监管结构。此种诉讼为各州创造了数十亿美元，现在已经成为各州财政的重要组成部分，但它对企业而言是针对业务征收的无代表性和随机性的税收。州总检察长狼群起诉了与安然业务相关的每个人，目的是从31个州养老基金持有的安然公司股票中收回15亿美元的损失。其他遭遇失败的企业，如世通公司也遇到了同样的回应。由这些行动产生头条新闻，现在已成为这些低阶政府官员晋级到高级职位的一种方式。因此，各州已经接管了对上市公司的大部分监管，在这个过程中使证券交易委员会边缘化。1996年《国家证券市场改良法案》（*The National Securities Markets Improvement Act*）试图取代各州对大部分上市公司的证券监管，但存在漏洞使得各州可以针对欺诈行为采取行动。这个漏洞被斯皮策和其他州官员证明大得可以通过一辆

卡车。

这种情况的产生是由于美国的金融监管建立在“功能性”基础上，因为这种方法允许各监管机构监督金融服务公司的不同的业务领域。功能监管在一定时候实际上有意义。美国的金融服务曾由独立的行业所提供，可以分开监管。经纪交易商发展证券业务，受美国证券交易委员会监管；银行处理存款和贷款业务，并受银行监管机构监管［国家银行委员会（State Banking Commissions）或货币监理署（Office of the Comptroller of the Currency）、联邦储备委员会（the Federal Reserve Board）、储蓄机构监理局（the Office of Thrift Supervision）和联邦存款保险公司（the Federal Deposit Insurance Corporation）］；保险公司销售保险，受州保险专员（the State Insurance Commissioners）监管；期货佣金商参与商品期货合约交易，受到商品期货交易委员会（CFTC）的监管。当金融机构开始提供所有这些产品时，《格拉斯—斯蒂格尔法案》的壁垒逐渐被突破并最终废除，这些领域明显的分隔被打破。

金融服务一体化的结果是，证券交易委员会现在监管银行附属机构、保险公司以及传统经纪商的证券业务。商品期货交易委员会（CFTC）规范银行附属机构和所有其他市场参与者的商品期货活动；银行监管者监管很多多元化金融机构的银行业务。50个州和哥伦比亚特区将自己的银行、保险和证券规则重叠于同一家金融服务公司，导致大量的冗员和效率低下，监管机构纷纷争先成为每个财务丑闻的头条新闻。然而，即使有这样的规定，监管抽屉箱里似乎还没有足够的工具。每个丑闻都需要更多的立法，更多的监管规则，甚至更多的监管机构，最近才成立了上市公司会计监督委员会（PCAOB）。

其他国家采用了统一的金融服务法规。在英国，金融服务管理局（FSA）在一系列财务丑闻后于1997年创立，承担了九个监管机构的职责，负责监管股票、期货、保险、银行和丧葬计划等各方面工作。FSA立即开始为所有金融服务制定“单一规则”。日本和德国选择了单一监管机构监管金融服务。美国很好地遵循了这个例子，遏制在起诉公司中进行竞争的监管机构的数量，并在本已耗费较大的监管层面之上再施加一层监管。然而，单一的监管机构也存在危险。在日本，政府正在使用单一监管机构金融服务管理局继续掌控

经济。英国的金融服务管理局（FSA）也在模仿美国证券交易委员会展现其实力。金融服务管理局是对信息披露失败进行罚款的机构，包括佩斯微科技公司（Pace Micro Technology PLS）也被罚款45万英镑。

政府责任办公室（GAO）在2004年发表了一份报告，要求国会考虑金融监管现行功能监管方法在大公司里融入金融服务的大背景下是否仍然值得。报告指出，管辖权争夺和协调不足是一个问题，导致缺乏信息共享。GAO要求国会考虑英国和其他地方实行的单一监管机构。此后，2005年8月，国会研究服务局（the Congressional Research Service）编写了一份白皮书，将美国的功能监管方法与国外单一监管方法进行对比，并注意到单一监管机构可能带来的好处。

个人证券诉讼

需要改革的另一个问题是大量的私人诉讼几乎使美国的公司感到窒息。《联邦证券法》规定了一些条款，规定了受害方有明确的权利来对侵权行为提起诉讼。这些法规并没有引起过多的诉讼。相反，证券交易委员会无所不在的10b－5规则带来了大量的诉讼。10b－5是一项广泛的反欺诈条款，在发现公司总裁通过误导陈述该公司的财务状况以低价购买公司股票后，于1942年被非常轻率地通过。虽然该规则没有制定法定条款对违反条款的行为授予私人诉讼权利，但1946年联邦法院裁定其中对违反条款的行为有“暗含”的私人诉讼权利。[①]

其他法院也依照了该决定，最高法院根据10b－5规则在保险公司总监公司（Superintendent of Insurance）诉银行家生命伤亡公司（Bankers Life & Casualty Co.）案例中承认了这种隐含权利，该决定于1971年作出。[②] 四年之后，在联邦法规下最高法院收紧了暗含个人诉讼权的标准。在科特诉阿什案（Cort v. Ash,）中，法院拒绝为违反禁止公司竞选捐款的刑法找到暗含的个人诉讼

① *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512 (E. D. Pa. 1946).

② *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 U. S. 6 (1971).

权。[①] 最高法院之后在佳能诉芝加哥大学案（Cannon v. University of Chicago）中注意到，在其对保险总监公司（Superintendent of Insurance）的决定中，它偏离了找寻暗含的私人诉讼权的标准。[②] 但是，法院决定在联邦法院 25 年的判例实践中，允许在 10b－5 规则下使用私人诉讼权。

1946 年至 1968 年，联邦法院引用 10b－5 规则共计 284 次，1946 年在美国证券交易委员会的 10b－5 规则下，首次确认了私人诉讼权的存在；1968 年，联邦法院首次对关于内幕交易的上诉作出裁定。从 1968 年往后，10b－5 规则在超 11 000 个的联邦法院裁决中被引用。这个数字不包括证券交易委员的行政诉讼或涉及经纪人的数千次仲裁，大约等于向证券交易委员会报告的上市公司数量。在 2001 年，上诉人对公司的上诉增加了 60%，这推高了这个惩罚性数字。在提起诉讼后，这些诉讼中的被告公司市值损失超过 2 万亿美元。2004 年证券集体诉讼的和解金额达到 54 亿美元，随着安然时代的丑闻的和解，诉讼案件量也正在上升。2004 年证券类诉讼的平均和解金额为 2 700 万美元，比上年增长 33%。

《萨班斯—奥克斯利法案》通过后的和解方案经常包括对公司治理变更的要求。《华尔街日报》称此为“枪口下的治理”（Governance at Gunpoint）。在腾达公司（Cendant Corp.）的和解中开始体现了这一趋势。这次重组并不成功。腾达公司于 2005 年 10 月宣布将自己分拆为四家独立公司。斯普林特同意了类似的和解方案以创设了独立董事的位置。参议员比尔·弗里斯特（Bill Frist）创立的公司 HCA 公司（HCA Inc.）同意轮换其审计人员并增加更多的独立董事，但这并没有阻止涉及参议员在内的公司内幕交易丑闻。汉诺威压缩机公司（Hanover Compressor Co.）同意轮换其审计师。石油公司亚什兰公司（Ashland Inc.）同意增加外部董事人数，并任命一位首席董事来解决中央劳动者养老福利金和年金基金（Central Laborers' Pension Welfare and Annuity Fund）提出的诉讼。没有支付任何损害赔偿，诉讼的唯一受益人似乎是律师。一名联邦检察官进一步在涉及的会计问题上强制推行布里斯托尔—迈尔斯·

---

① *Cort v. Ash*, 422 U. S. 66 (1975).

② *Cannon v. University of Chicago*, 441 U. S. 677 (1979).

施贵宝（Bristol—Myers Squibb）的延期起诉协议。美国检察官克里斯托弗·克里斯蒂（Christopher J. Christie）要求该公司雇用非执行董事长（美国运通之公司的前首席执行官詹姆斯·罗宾逊三世 James Robinson III），使前 FBI 董事路易·弗雷（Louis Freeh）加入外部董事，并任命前联邦法官弗雷德里克·莱西（Frederick Lacey）来监督公司并定期向克里斯蒂的办公室报告。克里斯蒂还要求公司在他的母校西东大学（Seton Hall University）法学院捐赠商业道德的椅子。除了 3 亿美元以外，他还要求公司支付股东补偿基金，这笔支付使布里斯托尔—迈尔斯在检察官的要求下总共支付了 8. 39 亿美元。

投资者几乎没有从后安然时代大规模的和解中得到好处。到 2005 年 7 月，在这些和解支付中每一美元只有两美分到达了投资者。理查德·布林登（Richard Breeden）领导的一个 50 人小组正在努力向世通公司的投资者们支付和解金，但花去了 300 多万美元的成本却未能成功。

集体诉讼中根据 10b –5 条规则的私人诉讼权利被滥用很为流行。每当有公司的坏消息出现时，野心勃勃侵权的原告律师都会互相起诉，以便他们可以索取大量的费用。这些滥用行为包括使用在许多公司中持有少量股票的“专业原告”，让他们一旦在新闻界报道不寻常的新闻时，就立即联合集体诉讼律师进行起诉。由这些诉讼带来的巨大相关费用和风险往往导致大量的和解发生，无论索赔优劣点如何。和解是利用公司对陪审团会存在反倾销偏见的恐惧而被迫进行的。这些和解对股东几乎没有什么好处，也确实耗尽了公司资金，但是有利可图的律师费来源，金额往往达到数百万美元。

米尔贝格·韦斯·伯沙德·海因斯和乐瑞祺（Milberg Weiss Bershad Hynes & Lerach）律师事务所，在 20 世纪 90 年代涉及证券索赔的 55% 的集体诉讼案件中担任首席律师。该公司的威廉·乐瑞祺（William Lerach）在 1998 年接受了 1 360 万美元的支付，但他自己却是诉讼目标，该诉讼带来了导致了高达 5 000 万美元的判决。乐瑞祺已经起诉了芝加哥的咨询公司采纳公司（Lexecon Inc.），因为该公司在林肯储蓄贷款（Lincoln Savings & Loan）公司倒闭前，撰写报告对其财务状况进行支持。采纳公司以 70 万美元解决了索赔。丹尼尔·费舍尔（Daniel Fischel）也在诉讼之列，他是采纳公司的所有

人之一及专家证人，他为采纳公司提供证券诉讼服务，如应对由乐瑞祺公司提起的证券诉讼。费舍尔是芝加哥大学的法学教授，后来成为该学院的院长，他写了一本捍卫迈克尔·米尔肯（Michael Milken）的书。费舍尔认为，乐瑞祺提起诉讼是为了破坏费舍尔作为期货证券诉讼专家的声誉。作为对苹果计算机公司（Apple Computer）提出诉讼的见证人，在和解之后，乐瑞祺发表了对费舍尔的贬低言论，并攻击费舍尔的声誉。在案件结束后，据说一名乐瑞祺律师事务所的律师对费舍尔说："那个小混蛋已经死了，他再也不能出庭作证了。"费舍尔和采纳公司之后起诉乐瑞祺诽谤和恶意起诉。

鉴于采纳公司的和解，费舍尔的诉讼看起来像一个长镜头，看起来似乎在几个点就已经完成了，但他近十年来一直在苦苦追寻。费舍尔成功地呼吁最高法院将案件从亚利桑那州退返芝加哥，在亚利桑那州该案件被整合调查。亚利桑那州的法官严重限制了案件范围，并正在准备自己决定其余的问题，而不是将其送回芝加哥审判。最高法院命令法官将案件交回芝加哥，陪审团在开始审理惩罚性损害赔偿之前，给予了费舍尔和采纳公司 4 500 万美元的实际损害赔偿。乐瑞祺之后同意以 5 000 万美元解决索赔问题，但是费舍尔让他在陪审团取消前立即悄悄转走资金。

乐瑞琪在继续他的集体诉讼案件，其中一个是在丑闻爆发时针对安然提起的，一个是针对朗讯科技公司（Lucent Technologies）的。乐瑞琪和另一位资深合伙人之间发生激烈争吵之后，他的合伙律师事务所于 2004 年分道扬镳。但这并没有让乐瑞琪放缓速度。除此之外，他还是 1 亿美元的 AT & T 会计操纵和解方案中的首席律师，并被加利福尼亚州聘请，负责追究被艾略特·斯皮策发现的保险公司投标操纵行为。在针对杜兰制药公司（Dura Pharmaceuticals Inc.）的集体诉讼中，乐瑞琪的新律师事务所从最高法院方面遭受了挫败。法院裁定，为了复苏，原告必须证明公司所谓的虚假陈述实际上造成了公司的损失，而非其他市场事件。这并没有对乐瑞琪的律师事务所带来阻碍，它发誓简单地重申其诉求后，继续采取了行动。乐瑞琪也在安然诉讼中获得数百万美元，到 2005 年 6 月，安然诉讼的金额总共达到近 50 亿美元。

私人证券诉讼成长为了一个行业。即使披露了真实信息，联邦证券法在

股票价格下跌之后也设置了起诉的舞台，这就为集体诉讼和辩护律师营提供了一种奖金。在这些案例中，原告股东作为一个群体，本质上是自己起诉自己，因为是他们的公司从事了所谓的不法行为。高管、董事、审计师和公司高层周围的人都成为了目标。剥夺这些被告人的和解权对股东几乎没有什么好处，但对律师而言却带来了惊人的收益。研究发现，证券集体诉讼并未因诉讼本身的原因而得到和解。相反，对陪审团和诉讼费用的担忧才推动了和解。

前众议院领袖纽特·金奇里（Newt Gingrich）“与美国的合同”在《联邦证券法》中寻求诉讼改革，由此产生了1995年《常识性法律改革法案》（*the Common Sense Legal Reforms Act of* 1995）。该法案将在证券诉讼中对律师费规定“英国规则”。根据英国规则，诉讼中的输家将支付对方的律师费。根据“美国规则”，除了集体诉讼，衍生诉讼，以及少数案例中原告获胜时被告必须支付另一方费用的情形，诉讼双方均需承担自己的律师费用。当衍生诉讼或集体诉讼原告人失败时，并没有相互支付要求。双方都实行英国规则将会阻止轻率的诉讼发生，要求专业的原告仔细考虑其诉讼是否具有意义。

私人证券改革方案

拟议的《常识性法律改革法案》同样引起相关问题改革者的反对。“作者和身为哥伦比亚法学院教授［后来成为证券交易委员会专员］的哈维·戈尔德施米德（Harvey Goldschmid）散发了一份请愿书……在1995年2月10日由七十名法律教授一致同意签署的文件中敦促拒绝最初的H. R. 10，‘该法案目前的形式将有效地终止大多数联邦证券集体诉讼，大量地威胁到所有私人证券诉讼的可行性，因此将威胁到对投资者和资本市场的基本保护。”[①] 因此，律师费的规定已从1995年私人证券诉讼改革法案（PSLRA）中删除。

PSLRA确实设法通过几项规定限制律师对证券诉讼的超额诉讼，包括要求在诉状中详细描述被告欺诈行为和被告存在意图。这个立法受到强大的审

① Joel Seligman, “The Private Securities Reform Act of 1995,” p. 718.

判律师团反对，总统比尔·克林顿（Bill Clinton）也将其否决，因为他得到了这些律师的大力支持。国会推翻了否决，克林顿唯一的否决不复存在。然而，诉讼改革的努力失败了，因为原告律师行将其活动移至州法院。作为对1998年《证券诉讼统一标准法》（*the Securities Litigation Uniform Standards Act of* 1998）的回应，国会通过了更多立法，旨在通过允许联邦法院撤销州法院对股票欺诈提出的索赔来弥补这一漏洞。

不幸的是，这些立法行为未能遏制滥用证券诉讼。2001年证券相关诉讼数量比上年增加一倍以上，和解成本上涨超过20%。2001年至2002年，证券集体诉讼案件数量增加了31%。与上年相比，2004年集体诉讼案件数量增加了16%。在PSLRA之前，只有少数案件的和解金额超过1亿美元。该立法通过后，有20多宗和解案件的金额超过这一数额，有些甚至达数十亿美元。PSLRA实际上使情况恶化，让法院委任股东作为证券集体诉讼中的主要原告，而他们在索赔中也拥有最大经济利益。这意味着机构投资者，而不是只拥有少数股份的专业原告将被委任为首席原告。该机构的原告人被赋予选择处理集体诉讼律师的推定权。

2005年6月，集体诉讼行业因西尔姆·拉扎尔（Seymour M. Lazar）被起诉而带来震惊，拉扎尔是米尔贝格·威士·贝尔南德和舒曼（Milberg Weiss Bershad & Schuman）律师事务所的长期客户。政府指控拉扎尔在20年间从律师事务所收到了240万美元的回扣，作为为该公司担任超过50次的集体诉讼虚拟原告人的回报。威廉·乐瑞琪（William Lerach）和梅尔文·威士（Melvyn Weiss）成为了对该律师事务所活动继续进行刑事调查的目标。但是，检察机关有法定时效问题，因为在1995年PSLRA通过之前，私人原告被给予了许多回报。

这项调查并没有减缓米尔贝格·威士（Milberg Weiss）律师事务所的发展。在起诉拉扎尔之后的几天，律师事务所宣布，荷兰皇家壳牌集团（Shell Dutch Dutch / Shell Group）斥资9 000万美元，以增加其储备金，同时，乐瑞琪在安然诉讼中从金融机构中收取超过70亿美元的回报。乐瑞琪也在追寻在欧洲的集体诉讼中担任原告。当特拉华州的一名法官驳回了该公司指控华特

迪士尼公司的迈克尔·奥维茨（Michael Ovitz）的诉讼时，米尔贝格·威士确实受到了挫折，但律师事务所迅速恢复。联邦上诉法院驳回了米尔贝格·威士律师事务所根据反托拉斯法提起的集体诉讼，该诉讼指控承销商在20世纪90年代参与到IPO滥用行为中，如使用“阶梯策略”来提高IPO证券的上市价格。米尔贝格·威士在与毕马威会计师事务所集体诉讼的和解中，及为盛德国际律师事务所进行避税的工作中也收到了3 000万美元的律师费用。

大多数机构对失败投资或管理错误进行的诉讼没有兴趣。然而，对于州养老基金来说，这并不是真的，他们很快就成为了证券集体诉讼的专业原告。州养老基金几乎投资于市场上的每一只股票，只要股价下跌，就可以要求赔偿。这种多元化是保护投资者自身免受管理方和其他公司特定风险的手段。在这样的策略下，特定公司的投资损失是预计可能出现的，但州养老基金不能接受任何形式的投资损失。他们认为，诉讼是提高其绩效的手段，并根据《联邦证券法》将充分披露作为保护他们免受任何市场损失的保险计划。因持有大量资金，州养老基金在很多案子中都得到了首席原告的位置。很快，这些工会退休计划正在要求越来越大的和解金额。他们还为从高管的个人资金追回款项而提供奖励。公司高管像动物一样被猎杀。向集体诉讼律师提供的巨额应急费用进一步加剧了这种滥用行为，即使是温和的最高法院法官桑德拉·奥康纳（Sandra Day O'Connor）在安然公司丑闻发生前的六个月也被作为司法系统中的一个漏洞。

加州公务员退休金计划（Calpers）是美国最大的退休基金，它成为了这一滥用诉讼的领导者，但其他州政府养老基金，如纽约州也参与了此类游戏。加利福尼亚大学是针对安然事件的银行和其他银行集体诉讼中的首席原告。当庞帕诺比奇的警察和消防队员退休金计划（the Pompano Beach Police and Firefighters Retirement System）对花旗集团提起集体诉讼时，这种情况达到了荒谬的顶点，它声称银行因为参与到安然事件中，故银行就应偿付其股东对花旗集团股票投资价值的损失，强制进行分红。在政治上，养老基金也任命首席律师顾问，甚至要求这些律师进行政治捐款。

养老基金经理

在安然公司和世通公司的丑闻之后，证券交易委员会进一步渗透到了公司治理问题上。该委员会于2003年修订了规定，要求基金管理人员为他们管理的股票进行代理投票并披露投票做法。许多资金管理人都是被动的投资者，如果对管理层做法不同意，他们选择出售股票。美国证券交易委员会的规则阻碍了这一做法，在此过程中引起了一些关注。许多基金管理者都没有资格去替代对企业管理的判断。他们管理着众多的股票，不能在每次公司投票时进行自我告知。当基金管理人为不同的客户制定不同的策略时，也存在冲突。美国证券交易委员会断言，这些问题可以依靠独立服务的建议来避免，将会促进形成良好的公司治理，这显然意味着不应该通过成功来判断企业，而是应该通过政治上正确的治理标准。

因为机构投资者拥有68%的股票，所以这个问题依然严重。一个家庭小作坊开始对公司的治理标准进行评级。评级小组包括机构股东服务（Institutional Shareholders' Services）、公司图书馆（the Corporate Library）、国际治理标准［（Governance Metrics International），其审核的3 220家公司中只有34家的治理实践经过认同］、穆迪和标准普尔。《华尔街日报》的社论指出，机构股东服务是对公司治理标准进行排名公司，但它同时向公司收取咨询费用，以帮助公司提高其排名。这家公司很难保持中立。其董事长罗伯特·蒙克斯（Robert C. S. Monks）先生是极左派的倡导者；他组织的广告宣传活动中指责约翰·罗伯茨（John Roberts），后来成为美国首席大法官职位的候选人，是“极端主义的最新面孔”。蒙克斯的父亲，罗伯特·冯·蒙克斯（Robert A. G. Monks），是从20世纪90年代开始努力将公司中董事长和首席执行官角色分离的企业活动家。法学院和商学院也在寻求通过各种课程和研究机构制定公司治理规范。耶鲁公司治理研究所（Yale Institute for Corporate Governance）负责人佛伦西奥·洛佩慈·西林斯（Florencio Lopez - de - Silanes）在被发现重复向研究所报销了大约15万美元的差旅费后，于2005年被迫辞职，这使他们公司治理改革家的努力受到了打击。

美国证券交易委员会正在提出另一项改革措施，让 Calpers 和其他国家养老金计划增强对公司治理的控制，允许他们向上市公司董事会进行个人提名。证券交易委员会提出的规则将允许持有公司股份 5% 以上的股东向董事会进行提名，这为 Calpers 等机构提供了接管美国公司董事会的机会。加利福尼亚州正在考虑立法，对于在那里开展业务的公司，将提名权限的门槛下降至 2%。养老金计划要求有可以控制的外部董事，让他们来促进工会利益。这反映了社会化市场的努力。这也为美国的金融优势和经济敲响了丧钟。外部董事不得被用于此类目的。在国会议员声称这具有共产主义的特征后，美国证券交易委员会于 1942 年拒绝了这样一个规则。此种想法在 1992 年再次复兴并被拒绝。安然事件之后，证券交易委员会提出考虑此种要求的议案也引发了一场争议。该机构被大约 16 000 份关于该提案的评论信所淹没。即使是资深的企业家艾维琳·戴维斯（Evelyn Davis）也反对把控制权交给工会。幸运的是，即使在安然事件之后，证券交易委员会对这个议案也存在分歧，是否采用它尚存疑。不过，证券交易委员会的工作人员正在研究以其他方式取得同样的成果，证券交易委员会专员哈维·戈尔德施米德（Harvey Goldschmid）在《纽约时报》上攻击了美国证券交易委员会主席威廉·唐纳森（William Donaldson）退出支持此议案。

美国证券交易委员会的工作人员进行了自我纠正，允许华特迪士尼公司排除了授权 Calpers 提名董事的代理股东提案。美国证券交易委员会的工作人员在宣布调整职位时指出，该机构尚未就这一问题进行表决，这似乎表明了美国证券交易委员会认可将美国企业的控制权转移给工会可能不是一个好主意。在与提名议案一起宣布的政策逆转中，SEC 工作人员表示要求公司纳入股东代理人提案，允许其提名董事。在唐纳森退出拟议的规则之后，员工们扭转了这一立场，允许哈里伯顿（Halliburton）、奎斯特（Qwest）、华特迪士尼（Walt Disney Co.）和威森纳（Verizon）排除这些议案。由约翰·丁格尔（John Dingell）领导的几位美国众议院自由民主党人之后致信证券交易委员会，抗议这一最新的政策变化。为使所有人都满意，SEC 的工作人员要求花旗集团让股东代理投票支持美国木工联合会（the United Brotherhood of Carpen-

ters）的议案，该议案寻求对董事人选进行多数票表决，而不是根据州法律规定的听从多数人意见。木工联合会和大约70家其他公司的工会递交了该议案。尽管美国证券交易委员会明确放弃了拟议的股东提名规则，但联邦、州、市雇员利用美国国际集团（AIG）的问题提出诉讼，要求ALG允许工会养老基金提名董事。

由于安然公司的章程有一个非常宽松的规定，允许股东提名董事会职位，因此证券交易委员会提案的效力很可疑。尽管如此，辉瑞、华特·迪士尼、微软、联合科技等几家公司在选举中通过了多数投票要求，如果多数票被标注为“扣留”，那么获得相对多数票的董事也不会当选。

商业专栏作家和公司治理专家格雷琴·摩根森（Gretchen Morgenson）谴责《纽约时报》，将公司里股东的权利无须多数票来选举公司董事与苏联公民相比。据推测，他将效果做了扩张。否则，这种说法展示了其对苏联和美国选举相关知识的匮乏。在苏联的选举中，选民没有任何选择，持不同政见的人将会被送往古拉格集中营或者更糟。在美国的企业中，股东可以自由投票赞成或反对管理层。如果他们有足够多的投票和资金为选举提供资金，他们可以通过代理人之争反对管理层，甚至选举出自己的董事。投资者因为任何理由对管理层不满时，出售股票是反对管理层最简单的方式。然后，收益可以投资于美国数百万中其他投资选项。

关于多数票的要求，苏联的要求近乎一致，这显然正是摩根森和其他改革派人士正在为上市公司所寻求的。然而，在美国，比尔·克林顿（Bill Clinton）1992年当选时只获得了43%的普选票。亚伯拉罕·林肯（Abraham Lincoln）甚至没有这么多，只有39%。更有趣的是，选举团所要求的多数投票规则选出了四位总统，其中包括实际上在普选投票中已经失利的乔治·布什（George W. Bush）。

国家养老金计划没有等待美国证券交易委员的规则就对美国企业发动了攻击。一批管理着1万亿美元资产的这类计划宣布，它们将共同努力提高上市公司的管理水平。该组织包括来自14个州和城市的代表。2004年，AFL－CIO吹嘘在55%的案件中，共同基金会按照它们的建议投票决定行政管理人

员的薪酬。该组织得到了亚瑟·莱维特的奇怪声明的支持，即AFL－CIO应该为成为个人投资者的支持者和保护者而获得荣誉。更令人尴尬的是美国通信工作者（the Communications Workers of America）将罗伯特·斯特兰杰（Robert A. Stranger）驱逐出市民通信委员会（Citizens Communications）董事会的努力。不幸的是，斯特兰杰在运动开始前大约六个星期就去世。斯特兰杰领导了公司的薪酬委员会，该委员会为行政总裁伦纳德·托（Leonard Tow）批准了一个金额巨大的薪酬方案。正是批准该方案才引起了通信工作者们的愤慨。

TIAA－CREF（美国教师退休基金会）是由安德鲁·卡内基（Andrew Carnegie）为极度贫困的大学教授创立的养老基金，资金量约达2 900亿美元，管理者声称美国的公司治理存在错误，董事会应该重组以允许更多的公众代表参与。TIAA－CREF甚至拥有自己的高级副总裁兼公司治理首席律师彼得·克拉普曼（Peter Clapman）。他正在寻求强迫大公司收紧股票期权的授予方式。就在这时候，TIAA－CREF的首席执行官小赫伯特·艾里森（Herbert M. Allison Jr.）为这些因收入不足而苦苦挣扎的教授管理资金，每年收到900万美元。当涉及自己的管理工作时，艾里森被证明自己也不是坚定的改革者。他没有告知他自己所在的董事会（其中一名成员是前任证券交易委员会主席亚瑟·莱维特），两名TIAA－CREF受托人和安永会计师事务所之间存在业务安排，他们在新的期权费用化要求下，联合对公司所需的股票期权进行市场估值。这种安排违反了证券交易委员会对审计师的独立性要求。在证券交易委员会工作人员的要求下，两名受托人辞职。前总检察长兼世界公司咨询顾问尼古拉斯·卡岑巴赫（Nicholas Katzenbach）在接下来的一次内部调查中，批评艾里森没有及时通知TIAA－CREF的监督委员会这一提案，并敦促改变其公司治理结构，从而消除监事会对TIAA（教师保险和年金协会）和CREF（教师退休股票基金）董事会的监督。对于许多被批评的公司，TIAA－CREF也采取了很多技巧。那就是说，聘请了代理征集公司帮助不受欢迎的股东措施通过。在TIAA－CREF案例中，就是在其他共同基金被艾略特·斯皮策强制降低费用的时候，通过一项提案将其一些共同基金的费用提高到四倍。这

一努力失败，但TIAA－CREF重新提交了另一个股东投票的提案。股东的民主就只能有这么多！

在安然公司之后，Calpers宣布它暂扣了美国2 700家公司的董事投票权，因为认为董事会中的董事不具有独立性。Calpers还针对华特迪士尼（Walt Disney）、可口可乐（Coca－Cola）、荷兰皇家壳牌集团（Royal Dutch/Shell Group）、艾默生电气公司（Emerson Electric Co.）和梅塔格集团（Maytag Corp.）进行了公司治理改革。Calpers在几名花旗集团董事的再选举中拒绝给以支持，包括桑福德·威尔（Sanford Weill）和查尔斯王子（Charles Prince）。Calpers于2004年11月发起了另一项行动来反对过度的高管薪酬，针对那些Calpers认为薪酬实践最糟糕的特定公司要求更多的薪酬披露。为了安抚Calpers和其他改革派的批评，保守的新任证券交易委员会主席克里斯托弗·考克斯（Christopher Cox）支持他们更加全面地披露高管薪酬。考克斯认为，收到这些信息的股东可以对那些获得过度薪酬的高管进行代理斗争。为了回应这一说法，乔治梅森大学法学院前院长、美国证券交易委员会全面披露制度的主要评论家亨利·曼内教授（Professor Henry G. Manne）在《华尔街日报》中断言："只有在证券交易委员会规则令人信服的世界中，任何像代理战争之类的事情才可以被看作是一个重要的解决方案……对于高薪问题。"

Calpers还要求处理基金投资经理根据绩效确定薪酬，并要求外部基金管理人员和投资顾问遵守Calpers的道德守则，以此作为业务开展条件。更奇怪的是，Calpers正在寻求对伊拉克阿布格莱布（Abu Ghraib）监狱滥用行为的调查，基于其向CACI国际公司投资了1 200万美元，该公司雇用了三名翻译在监狱工作。菲尔·安吉利斯（Philip Angelides）是加利福尼亚财政部长，也是Calpers的受托人，他率先采取了这一行动，他被预计将成为2006年的州长。一项新的更危险的策略是通过集体诉讼来强制选举董事会提名人。戴纳基因此同意，除了支付4.68亿美元之外，还将加拿大大学提名的两个人选进董事会，他们是诉讼中的首席原告。腾达公司在与Calpers的和解中，同意选出多数外部董事到董事会任职。

在2004年总统大选期间，对辛克莱广播集团（Sinclair Broadcast Group）的政治攻击更为可怕。该公司计划在参议员约翰·克里结束在越南的服务回国后，拍摄一部关于反战活动的纪录片。如果节目开播，集体诉讼律师和民主党人威廉·莱拉赫（William Lerach）会威胁到股东诉讼，之后广播被取消。乐瑞祺声称节目广播将导致公司的收入损失，因为一些广告客户可能会收回账户。纽约的执行官艾伦·海维西（Alan Hevesi）是民主党人，他代表国家的养老基金发出了类似的集体诉讼威胁。目前，充分信息披露已经成为律师、工会或任何有政治想法的人的武器。海维西的威胁并不空洞。作为纽约共同退休基金的唯一受托人，他管理着超过1 200亿美元的资产，是美国最大的投资者。海维西在基金投资方面并不那么成功，业绩表现不佳，导致纽约纳税人不得不去弥补这一巨额赤字。退休基金的年度报告愉快地驳回了这些问题，并提出了一个让愚蠢的网络公司感到骄傲的借口。海维西也在寻求立法，允许他投资于更高风险的投资，以获得更高的投资回报。此前，另一位纽约州执行长卡尔·麦考尔（Carl McCall）曾经利用他的身份要求证券交易委员会调查国会议员里奇·拉齐奥（Rich Lazio）的内幕交易。拉齐奥1997年通过对快客雷利（Quick & Reilly）的股票期权赚取了13 500美元，快客雷利是一家贴现经纪公司，其负责人正支持他的政治生涯。没有明显的理由显示为什么纽约的执行官对这个问题有兴趣，只不过拉齐奥恰好就在当时与希拉里·克林顿竞争参议院席位。克林顿在多年前通过雷佛奥（Refco）经纪公司投资了1 000美元的商品期货，短期内奇迹般地获得了10万美元的利润，他因此重新受到批评。麦考尔试图通过美国证券交易委员会对拉齐奥的调查来消除这个问题。为了确保得到适当的关注，麦考尔还把信寄给了《纽约时报》。拉齐奥在他的国会财务披露表格中透露了该交易，证券交易委员没有发现任何违规行为。然而，这次攻击使拉齐奥在参议院的竞选中获得防守。麦考尔自己免受充分的披露攻击，艾略特·斯皮策决定将麦考尔从理查德·格拉索（Richard Grasso）的诉讼中排除出来。

其他方面的改革工作也并不特别成功。Calpers在20世纪90年代初反对高管薪酬过高，但结果是薪酬反而增加。Calpers每年都会出版一份公司名单，

认为这些公司的表现不尽如人意。这导致了所谓的“卡普尔（Calpers）效应”。之后被 Calpers 列为表现不佳公司的表现优于标准普尔 500 指数和其他行业的公司。尽管如此，Calpers 声称，在 2004 年，其对满足公司治理良好标准公司的投资表现优于其他投资。实际上，Calpers 在 1999 年至 2003 年的投资价值下降了 270 亿美元，其业绩落后于类似机构。加利福尼亚纳税人弥补了这个亏空。[①]。Calpers 未受到此类问题的影响。2005 年正在寻求一项新规则，禁止投资银行公司就其参与的兼并和其他收购的公正性发表意见。

卡普尔（加利福尼亚政府雇员退休系统）的治理

有趣的是，公共养老金计划本身并不是企业美德的楷模。卡普尔深度参与到安然公司其中一个特殊目的实体中，甚至可以指责这一举动，导致安然的最终崩溃。卡普尔甚至将自己看作股东和投资者的利益监督者并计费。“但是在安然公司的案例下，卡普尔是不会吠的看门狗。”[②] 这还不是唯一的例子。《纽约时报》领导了对安然公司会计实务和其他金融“诡计”的攻击，但它本身与安然公司进行“印刷品”互换，被用作“现金流量对冲”。

《华尔街日报》质疑卡普尔的独立性，其中指出，卡普尔 13 名董事会成员中有 11 名以某种方式依赖于工会基金。当美国食品和商业工人联合会（UFCW）进行了严重的罢工后，卡普尔试图将食品公司巨头安全之路（Safeway）的董事长史蒂夫·伯德（Steve Burd）赶下台，这显然存在明显的利益冲突。卡普尔的总裁肖恩·哈里根（Sean Harrigan）是 UFCW 的国际副总裁。这种努力在所有事件上都算不上成功。尽管股价下跌，但卡普尔也只能说服 16.7% 的股东反对对伯德进行重新任命。哈里根还利用他在卡普尔的职位，向加州超市施加压力让其与工会罢工和解。

2004 年 12 月，哈里根从总裁职位上被免职可以看做是对卡普尔极端行为的一种反应。他使用 Calpers 支持其工会对安全之路进行罢工，为此他受到了

---

① “Conflicted in California,” *Wall Street Journal*.

② Diana Henriques, “Enron's Many Strands: A Big Investor, Even a Watchdog Is Not Always Fully Awake.”

很多批评。尽管如此，卡普尔仍然受到工会和自由民主有关联的受托人的控制，他们发誓要继续对公司治理进行攻击，即使他们声称阿诺德·施瓦辛格（Arnold Schwarzenegger）总督正在寻求用更温和的代表来取代他们。无论如何，卡普尔手伸得过长，因为立法被引入将卡普尔福利计划转换为401（k）格式，这将把投资账户的控制转移给员工。施瓦辛格总督正在寻求宪法修正案来允许这种转移。由于这个提案，卡普尔的工会成员开始闹事和组织对施瓦辛格的示威活动。加利福尼亚州总检察长比尔·洛克（Bill Lockyer）在投票倡议中列举了一些完全无关的话，询问是否批准了取消警察和消防员的死亡和残疾福利，从而打击施瓦辛格的议案。施瓦辛格然后宣布他将放弃该提案并寻求补救措施。施瓦辛格的选举计划将要求州工会雇员因为政治目的使用工会资金时需得到其成员的书面许可。在犹他州和华盛顿州的类似举措几乎使这种资金枯竭。然而，加利福尼亚州的国家雇员养老基金成功地将施瓦辛格的倡议描绘成对护士和老师不公平和残酷的攻击。

《华尔街日报》和其他人也倡导卡普尔使用401（k）表格，就像佛罗里达退休金计划一样。这一举措将使卡普尔和与它类似的机构退出基金管理业务，因为他们没有专门知识，只是用此来推动政治议程。然而，卡普尔的支持者，例如，《纽约时报》指出，内布拉斯加州的这些账户表现比定义的福利安排要差得多，故之后将其转换到401（k）账户。然而，像佛罗里达州一样，有十几个州允许工人维持自己的投资账户，这反映出在全国范围内缺乏由州和市定义管理的福利养老金计划。这比现在越来越不受欢迎的企业雇主的福利计划更为糟糕。45个州受到这种资金缺口的影响。在这些州中，有13个州的养老金债务超过了州的年度总收入。加州纳税人向州养老金计划支付了26亿美元。纽约市在2004年为其雇员福利计划支付了23亿美元，是2000年支付数额的3倍以上。到2008年，这些工人的健康福利成本预计将翻番。西弗吉尼亚州的员工福利计划资金不足50亿美元，州资金只有履行该养老金义务的20%。更糟糕的是，伊利诺伊州的州养老基金的缺口为380亿美元。州和地方养老金资金缺口总额估计超过4 500亿美元。该数额与私人福利计划资金总额的缺口大约多达2 000亿美元。

圣地亚哥市政养老基金的六名成员投票支持将城市养老金增加了上亿美元。后来他们因为这次表决而被捕，因为这样做大大增加了自己的养老金。圣地亚哥还有其他问题，瓦莱丽·斯托林斯（Valerie Stallings）是一名理事会成员，他承认收到圣地亚哥帕德里斯（San Diego Padres）所有人的礼物，该公司正寻求从该市获得1.7亿美元用于新建球场。发现的另一个丑闻是，该市养老基金的亏损为11亿美元。按照现在的惯例，该市应起诉其财务顾问，卡伦联营公司（Callan Associates）在这个案例中声称他们没有明确的利益冲突。事实上，养老基金的问题源自于基金受益人的利益增加了，但是却没有提供任何手段对这些增加进行支付。该市被迫重述其财务报告，总额超过6亿美元。

随之而来的丑闻迫使市长离职，并由美国证券交易委员会/司法部门等进行调查。该市聘请了因安然而成名的文森和埃尔金斯（Vinson & Elkins）律师事务所就发生的事情准备了一份报告。毕马威在丑闻发生后被雇用来审计该市的账务，毕马威对此不满意并拒绝对该市的财务报表进行认证，将其从债券市场中剔除。该市指定的审计委员会造成了进一步的混乱。它由证券交易委员会前主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）领导。当该市新的检察官迈克尔·阿吉雷（Michael Aguirre）当选后，这一事件逐渐发展起来，他立即开始为自己寻找头条新闻，干扰已经进行的其他调查。阿吉雷是一名律师，他曾对证券交易委员会主席克里斯托弗·考克斯（Christopher Cox）违反《联邦证券法》提起诉讼。华尔街日报称此事件是“滨海安然”。

卡普尔拒绝全面披露其向基金管理人员支付的管理咨询费用，并被新闻机构提起诉讼进行强制披露。诉讼提出后，卡普尔同意作出披露。除此之外，它因2%的收益率向投资顾问支付了810万美元的咨询费，而行业平均的收益率水平为9.7%。早先的诉讼迫使Calpers披露其业绩。据《华尔街日报》报道，这些披露显示，尽管收益率为负，但卡普尔还是投资了尤卡帕公司（Yucaipa Companies）。因为该公司与两个强大的卡普尔董事会成员有联系。一些类似的冲突也被揭露。

两家宾夕法尼亚州的养老基金正在起诉时代华纳和荷兰皇家壳牌/壳牌集团的会计问题。这些州的基金在过去几年中损失了25%的价值，损失额达到

了 200 亿美元，但同时却又支付了 2.5 亿美元的管理费用。宾夕法尼亚州财政部部长芭芭拉·哈费尔（Barbara Hafer）拒绝对这些费用进行调查。路易斯安那州的教师退休金计划从风险投资中损失了 20 亿美元，它作为原告对投资的公司提起 60 起诉讼，其中一个被诉公司退休基金投资了 30 000 美元的股份。虽然基金的受托人在被起诉公司中是遵守公司治理的坚持者，但他们似乎并不关心自己的行为。受托人收到了基金管理人的各种礼物，这些基金管理人因为管理州基金已经获得了 9 亿美元。“如果路易斯安那州和宾夕法尼亚州的养老基金是私人实体，他们的受托人本身就可能成为诉讼目标，因为他们对信托义务缺乏信誉。”①

此外，正如米切尔·麦康奈（Mitch McConnell）参议员要求工会进行审计所表明的那样，工会自己的公司治理并没有被证明特别成功。即使在这次活动之前，美国运输公会（Teamsters）的负责人吉米·霍法（Jimmy Hoffa）在被监禁前，通过与有组织犯罪的联系，将掠夺工会养老金资金做成了一种艺术形式，后来他失踪了。通过一系列新政（New Deal）来保护地位，工会成为了腐败的中心。1932 年的《诺里斯—拉瓜迪亚法案》（*The Norris - La-Guardia Act of* 1932）助推了工会洗牌作弊。这种情况在 1947 年的《塔夫脱—哈特利法案》（*Taft - Hartley Act in* 1947）中得到了纠正的，但工会仍然能够通过要求包括汽车和航空业在内的行业发放高额工资和福利需求来削弱经济。

优尼科（Ullico）是一家工会所有的保险公司，其在 2002 年成为了一起丑闻的中心，据披露其有一些工会官员组成的董事会成员，以人为设定的低价购买了股票并被公司以较高的价格回购，即使在股价暴跌之后。伊利诺伊州前州长，联邦检察官兼霍林格审计委员会主席詹姆斯·汤普森（James Thompson）对其内部调查的结果导致了优尼科总裁兼首席执行官罗伯特·格林津（Robert Georgine）解职。格林津在四年内收到了 2 000 多万美元的薪酬。参议院报告显示，公司的 17 名董事参与了这一计划，累计获得了超过 1 000 万美元的利润，而格林津则耗资 400 万美元来贬损汤普森的报告，包括由另

① “Pension Fund Shenanigans,” *Wall Street Journal*.

一家律师事务所准备的反击报告。像里加斯家族一样，格林津自由地使用公务飞机来访问瑞士、斐济和意大利，并把四个亲戚放在工资支付单上。

最近，美国海事官员联盟（American Maritime Officers Union）的四名官员因涉嫌贪污工会资金和操纵选举而被起诉。工会主席麦克·麦凯（Michael McKay）也受到指控。在芝加哥，两名律师因为寻求从伊利诺斯教师退休金计划（Teachers Retirement System of Illinois）基金经理那里获得85万美元的回扣而被诉。养老基金受托人斯图尔特·莱温（Stuart Levine）被起诉，一名不明身份的“高级”公职人员也被指控涉嫌参与这一计划。记者质疑这位官员是否是伊利诺伊州州长——布拉戈耶维奇（Rod Blagojevich）。

对一些特别严重的诉讼滥用也有反应。国会通过了更多的立法，要求联邦政府而不是州法院用集体诉讼来为拥有大陪审团的州挑选法院。这一改革估计不会取得成功。早先的法规是1998年《证券诉讼统一标准法》，该法试图将证券法案件中的州集体诉讼移交给联邦法院，但这种行为对减少集体诉讼或减少诉讼滥用几乎没有影响。更多的要求被提出，例如，在律师费上强制执行英国规则，特别是在卡普尔等机构原告人在有罪诉讼中有能力支付诉讼费用的情况。

第3节 废除《联邦证券法》

证券法

声称应对投资者提供保护的全面披露新政策并没有像说的那样有用。《联邦证券法》应该保护小投资者，因为大型机构投资者被认为能够自力更生。相反，美国商会的一项研究得出结论，大型投资者能通过联邦证券法的诉讼受益。与许多小投资者不同，这些机构的投资更多元化。这种多元化抵消了一家公司会计虚构的影响。然而，通过允许机构从诉讼中索取更多赔偿，会让这些机构以牺牲不分享和解收入的人为代价来提高收益。

修补全面披露制度，再附加上更多的监管层并没有使其结构合理。真正

需要的是废除或大规模修改。当然，这样的纠正措施也将受到卡普尔和法学院教授的强烈抗拒，他们像乌鸦谋杀者一样，带着废除全面披露制度会带来经济崩溃和投资者损失的预测，蜂拥到国会。任何批评全面披露的人都会被标注为反动派，但是废除了一些证券交易委员会制定的立法已经开始了或正在进行中。

《钱德勒法案》（*The Chandler Act*）在多年前被废除了。该法案在经由威廉·道格拉斯（William O. Douglas）和安倍·福特斯（Abe Fortas）领导的证券交易委员会下的保护性和重组委员会进行大量调研后于1938年通过，之后这两个道德受到挑战的人升至了最高法院。报告透露，企业内部人士正在为自身目的使用这些委员会，并遏制债权人。为纠正这种滥用行为，《钱德勒法案》赋予了证券交易委员会对公司重组的监督权力。美国证券交易委员会广泛行使这种权力，直到1978年《破产改革法》颁布后废除了该法案。关于废除《钱德勒法案》对投资者会带来不利影响的抱怨几乎不存在。事实上，宾夕法尼亚大学法学教授戴维·斯凯尔（David A. Skeel Jr.）曾经呼吁，《钱德勒法案》在许多方面实际上是"美国破产法的黑暗时代"，而且其废除"几乎完全否定了美国证券交易委员会和新政策关于破产的想法"，其目的是将管理层，其律师和华尔街投资银行家排除在企业重组之外。

1935年《公用事业控股公司法案》（PUHC）是美国证券交易委员会管理下的另一个法规，长久以来它成为国会废止的议题。PUHC是一部因循守旧的法案，这部法案主要是为了应对20世纪30年代英萨尔控股公司的失败。法规旨在简化公共事业公司的结构，但却失败了，即使对安然公司财务报表中列出的特殊目的实体进行粗略审查，也会证明这一点。2004年国会提交的能源法案载有废止PUHC的规定。该法案由众议院通过，反对拉尔夫·纳德尔（Ralph Nader）及其倡导组织"社会公民"。虽然这个议案在参议院落后于其他议题，但绝大多数参议员都赞成废止PUHC，2005年8月，布什总统签署了一项拖延已久的能源法案，从而满足了诉求。

那些被证明不可行的其他新金融立法已成为废除的目标。即使是所有新政中最神圣的公共福利计划，也受到布什政府的攻击。《格拉斯—斯蒂格尔法

案》削弱了商业银行几十年，其被监管机构大打折扣并于 1999 年通过《格莱姆—莱克—布莱利法案》（*Gramm - Leach - Bliley Act*）废除。另一项新政法规，1936 年《商品交易法》于 1974 年进行了修订，并像证券交易委员会监管衍生品一样，创建了商品期货交易委员会（CFTC）。国会在 21 世纪再三考虑过这一监管法规。2000 年《商品期货现代化法案》（*The Commodity Futures Modernization Act of* 2000）放松了对大部分衍生品交易的监管。尽管这种放松管制对安然的问题起到了一定的助推作用，但是二者之间并没有建立起联系。

20 世纪末完全披露制度的失败是废除《联邦证券法》一个强有力的因素，但是废除这一法律并不会终止起诉和禁止欺诈的必要性。腐败会妨碍合法的商业活动。禁酒令时代的黑帮，哥伦比亚的毒枭和俄罗斯的暴徒中发现了这些这一事实的证据。因此，某种类型的反欺诈规则和控告是需要的。然而，在禁止欺诈方面也存在危险。政府肯定会用它来超越和创造各种命令和控制的法规。这就是在 10b－5 规则中证券交易委员会的做法。证券交易委员会使用该规则来创设了广泛的监管新要求，通过将业务活动定义为欺诈行为，即使这些活动是常见的行业惯例做法：虽然类型不尽相同，但都是以前不存在的内幕交易犯罪。

就像亨利·曼尼（Henry Manne）教授宣称的那样：

> 内幕交易规制在证券交易监管中的引入，本身就证明了全面披露是处理企业欺诈和欺骗的最佳途径。多年来，以充分披露形式存在的被动监管观念已经演变成积极监管的陷阱。全面的披露现在围绕着和调节着公司治理、会计、收购、投资银行、金融分析师、公司咨询，至少也是内幕交易。[①]

曼尼教授也在《华尔街日报》的定期专栏上正确地指出：“全面披露的监管理念经过了七十多年的努力，被认为是一种保护股东免受公司和金融滥用的可悲手段。”

证券交易委员会预计将通过反欺诈行为来提高“新规”的法律理论，尝

① Henry G. Manne, “The Case for Insider Trading.”

试创设实质性规则。SEC 甚至不需要法院的协助来开展这一进程。该机构在其纪律处分程序中通过无争议的和解协议创造了新的监管条例已有很长的历史了。这些协议不受司法审查，并且避免了冗长的正式规则程序，这些规则程序可以在法庭上受到质疑。正是在这样一个程序中，发现了威廉·卡里（William Cary）正在进行的内幕交易犯罪行为。SEC 前专员罗伯塔·卡梅尔（Roberta Karmel）在图书“起诉监管：证券交易委员会与美国公司”中谴责了使用和解来创设法律。不过，他的批评并没有阻止美国证券交易委员会继续这种做法。

证券交易委员会也能说服法院在其行动中减少许多传统的欺诈标准。判定报表是否欺诈的重要性标准被降低为包括与股东存在利益的任何事项，即使该信息不会改变造成损失的投资决定。美国证券交易委员会通过声称“定性化”信息必须被披露，即使问题的数量太小而不能被“定量”描述，比如乘坐公司的喷气式飞机去度假地点或者给分析师一瓶酒等，来继续寻求降低这个本已经很低的门槛。即使没有这一延伸，人们也假定更依赖于被忽略的材料，最高法院在基础公司诉莱文森（Basic Inc. v. Levinson）案[①]中采用了“市场欺诈”理论，该案缓解了原告对公司新闻稿中虚假陈述的依赖，他们声称这些新闻稿是虚假的。根据这个理论，原告人甚至不需要读到过或听说过声称是虚假的信息。相反，法院推定存在依赖，因为在有效的市场上，股票的价格将反映所有信息，包括据称是虚假的信息。从理论上讲，虚假信息的影响将通过公司股票价格变动向原告人传递。

市场欺诈理论当然假定市场是有效率的，而且如果确实是有效的话，这些说法并不会因市场而大打折扣。正如拜伦·怀特（Byron White）法官单独指出的，不完全同意在基础公司案例大多数人的裁决，“但经济学家提出的基于欺诈市场假定的理论可能具有数学准确性和科学肯定性，但最终他们只不过是一个理论，这个理论在未来的考虑中也许会或者也许不会被证明是正确的”。他还指出，“欺诈市场理论与有利于披露的联邦政策不一致”，“因为它

① *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224（1988）.

寻求市场纪律而不是政府监管，而且呼吁接受欺诈市场理论的声音也赞成废除要求强制披露的联邦计划”。[①]

怀特法官的担心是正确的。十年来，有效市场假说受到各方面的严重攻击，因为它过于简单化甚至错误。即使是最强烈的支持者也承认这个理论是有缺陷的。有效市场假说之父尤金·法马（Eugene Fama）是承认其缺点的人之一。理查德·泰勒（Richard Thaler）领导的一个新学派“行为经济学派”攻击了有效的市场理论：虽然“传统的金融理论家认为只有‘理性’行为会影响股票价格，但行为金融理论家则认为人们的实际行为对股价有影响。具体来说，行为金融是基于观察（基于认知心理学和决策理论），在某些情况下，人类在判断中会产生系统性错误，这些行为偏差也会影响股票价格”。[②]

就像已经被提到的：

> 在过去三十年间，全国法律院系屈服于科斯定理的简单明了和法律经济运动的分析力量，其他部门的社会科学家也发现证据表明即使是最热心的法律经济学实证主义者也应该暂停下来。那些科学家——认知心理学家、行为研究者、概率理论家和其他科学家——正在发现有力的证据表明，法律和经济学项目所依赖的理性行为模式有很大的缺陷。作为对理性人模型的替代，这些科学家正在开发一个充满启发和偏见的人类决策模型，它具有毫无理由的自信，在概率上显著的无知和其他非理性的认知功能。[③]

这些理论家假设得都太多了。市场既不完全有效也不完全无效。相反，如温斯顿·丘吉尔（Winston Churchill）所言，自由市场纪律是最糟糕的制度，没有他选。

操纵

操纵禁令越来越多地入侵到业务中来。用证券交易委员会的话来说：《联

---

① *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988).

② Mary O'Sullivan. *Contests for Corporate Control*, pp. 206 - 207.

③ Jon D. Hanson and Douglas A. Kysar, "Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation," p. 640.

邦证券法》的一个基本目标是防止操纵。操纵阻碍了证券市场作为独立定价机制的运作，并破坏了这些市场的公平性和完整性。"[①] 操纵通常涉及交易行为，例如，虚假和其他非法交易，人为地提高或抑制股票价格。美国证券交易委员会力求扩大操纵禁令的范围，将这一术语用于简单地违反信托义务，在历史上这仅在普通法规定由各州进行管辖。这一努力被最高法院在圣达菲工业公司诉格林案（Santa Fe Industries Inc. v. Green）中受到打击，法院在其中指出："'操纵'在'与证券市场有关的时候，几乎是一种艺术品'……该术语通常指通过人为影响市场活动来误导投资者的做法，例如虚假销售、对敲指令或操纵价格。"

法院在圣达菲案例中对美国证券交易委员会进行了严格控制，但也表示："第10（b）条禁止证券交易委员会认为是'操纵'的行为——从技术意义上人为地影响市场活动，误导投资者——这完全符合1934年法案的根本目的，即以'买者自负'的理念取代全面披露哲学。"[②] 在充分披露的幌子下，证券交易委员会被允许广泛地采用反制法规，这些法规在许多市场活动中创建了控制指令和命令。例如，证券交易委员会的M规定包含一系列复杂的规则，对进入证券市场的各方都有详细的要求。

操纵的一个关键因素是要求被告有具体的意图来人为创造价格。"只要投资者购买或出售证券的动机不是人为地制造需求或供应，非法的市场操纵行为就不能建立。"[③]这引起了对什么才能构成必要意图的关切。考虑一下美国政府债券市场上主要经纪商和"盲人经纪人"康托尔·菲茨杰拉德（Cantor Fitzgerald）的交易情况：

交易商将看到债券价格在桌上的屏幕中波动。当他们对看到的债券有兴趣时，他们会打电话给他们的康托尔经纪人进行交易或提问。最重要的是，他们可以交易而不放弃自己的头寸。例如，如果美林公司想出售2亿美国国

① Securities and Exchange Commission, "Trading Practices Rules Concerning Securities Offerings," pp. 17, 108.

② *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U. S. 462 (1977).

③ *Chris-Craft Industries, Inc. V. Prper Aircraft Corp.*, 480 F. 2d 341, 383 (2d Cir. 1973).

债，他们不会给高盛打电话并宣布他们的意图。他们会进入康托尔市场，没有人会知道，或者他们可能会对债券进行投标来说服竞争对手，那里有一个大买家，只能在芝加哥的债券期货市场中出售。他们可以通过康托进行交易来取得一席之地或腾出席位。[①]

几乎没有市场参与者声称这种行为是不正当的，但这种行为与安然交易商的电力市场博弈有什么区别呢？通常这个问题可以通过虚构交易的存在来回答，该交易的唯一目的是使市场波动。法院注意到：

操纵责任完全独立于虚构交易在事实上提出了有趣的问题。没有这种交易，犯罪的中心可能会很模糊。将“操纵”的投资者与简单的过度投资者区分开来可能会很难，而过度投资者实际上是投资对象真正的信徒。上述两类投资者都可能积累大量的库存并进行高报价，即使缺乏客观的数据来支持对股票价值的隐含估计。因此，合法性完全取决于投资者的意图是“投资目的”还是“仅仅是为了影响证券价格”。[②]

马尔赫伦的起诉

法院的关切并不只停留于理论上。“20 世纪 80 年代末期，在华尔街上方存在一个广泛的监控网络。除了经常性的零碎杂物，政府抓获的包括一些华尔街最大、最聪明，但现在臭名昭著的人——伊万·波斯基（Ivan Boesky）、丹尼斯·莱文（Dennis Levine）、迈克尔·米尔肯（Michael Milken）、罗伯特·弗里曼（Robert Freeman）、马丁·西格尔（Martin Siegel）、博伊德·杰弗里斯（Boyd L. Jeffries）和保罗·比西尔（Paul A. Bilzerian）——每个人都被认定犯有涉嫌非法交易罪行或被定罪。被告上诉人小约翰·马尔赫伦（John A. Mulheren, Jr.）也被政府网络所抓住，他是一家注册经纪商杰米证

① *Tom Barbash, On Top of the World: Cantor Fitzgerald, Howard Lutnick, and* 9/11, pp. 92 – 93.

② *Marowski v. Securities and Exchange Commission*, 274 F.3d 525 (D.C. Cir. 2001), cert. denied, 537 U.S. 819 (2002).

券公司（Jamie Securities Co.）的首席交易员和普通合伙人。[1] 马尔赫伦因为伊万·波斯基（Ivan Boesky）的证词而被起诉，波斯基为减少监禁期与政府进行了合作。了解这种背叛后，马尔赫伦被激怒了，他跟踪波斯基。他被警察拦截住了，警察在他的梅赛德斯奔驰汽车后备箱里发现了一把上膛的突击步枪。马尔赫伦被美国检察官在曼哈顿的鲁道夫·朱利亚尼（Rudolph Giuliani）起诉。起诉书指控马尔赫伦在1985年10月17日，通过购买海湾西部工业公司的普通股75 000股，操纵了该公司股票，因为他们购买的目的是将其价格提高至每股45美元。

陪审团认为马尔赫伦有罪，但是像许多朱利亚尼（Giuliani）的起诉一样，这种判决在上诉之后被搁置。波斯基一直试图收购海湾西部工业公司，他告诉马尔赫伦，该股票值得购入，并表示如果海湾西部工业公司股票交易能以45美元每股的价格交易，那就太棒了。随后，马尔赫伦以此价格下单。第二巡回上诉法院认为这些事实太模糊，不足以支持认定马尔赫伦存在操纵意图，特别是因为他在这个过程中输了钱。法院指出，马尔赫伦的交易中没有通常存在的操纵痕迹，如虚假交易。他的成功上诉让马尔赫伦得以继续从事证券业务。针对他的攻击就此作罢；他声称，他的愤怒是由于胃部出现了问题，导致他无法服用锂盐治疗而得了躁狂抑郁症。马尔赫伦转而成立了一家成功的名叫贝尔·瓦格纳专家承担有限责任公司（Bear Wagner Specialists LLC）的股票交易公司，该公司控制了纽约证券交易所每日交易量的17%左右。2003年，54岁的马尔赫伦因心脏病发作死亡。

商品期货交易委员会

对马尔赫伦的起诉证明了操纵指控的危险。政府不喜欢的任何交易活动都可以被标记为存在不当市场效应的意图，正如一只蝴蝶在非洲拍动翅膀带来的力量可以在佛罗里达州引起一阵飓风。商品期货交易委员会（CFTC）在安然垮台之后向杜克和其他能源交易商提出的指控中采用了这种蝴蝶方式。

---

① *United States v. Mulheren*, 938 F. 2d 364 (2d Cir. 1991).

这些索赔是基于企图操纵的指控，而不是实际的操纵。以前，CFTC 几乎总是指控实际存在的操纵，这要求政府确认四个要素：（1）使市场价格波动的能力；（2）人为创造价格的具体意图；（3）人为创造价格的存在；（4）被告造成了人为价格。证明要素（1）、（3）和（4）需要复杂的市场评估，这导致 CFTC 在长期而昂贵的诉讼中经常失败。

CFTC 采用新方法仅仅是对“试图操纵”提起指控，从而减轻自己沉重的负担来证明交易者有能力影响价格，人为创造的价格确实存在，交易者带来了人为价格。CFTC 因为交易者的谈话录音磁带而士气高涨，录音中交易者的谈话包含了很多嬉笑怒骂和宽松的谈话，像交易者试图利用市场条件，甚至称其交易活动受到操纵等。对这些录音稿的完整检查显示，交易商正在以竞争的方式试图利用市场差异或低效率。这是交易商所做的，是一项有价值的服务，即使他们的语言粗糙，但他们“操纵”市场的愿望导致了积极的交易。

根据 CFTC 新的试图操纵原则，即使没有重大的市场影响，该机构只需要证明公开行为（如在交易公开文件中存在虚假报告）和操纵意图。特别不幸的是，这个新规则是通过无争议的和解创造的。相比之下，如果有人声称在有争议的案件中使用虚假报告来操纵价格，地方法院要求证明所有传统的操纵要素。所指的虚假报告必须显示为操纵价格计划的一部分。[①] CFTC 的最新模式使得交易者对于积极的交易行为陷入事后猜测的险境。胆小的交易者情况会更糟糕，其不能更好或更有效地进行价格发现。

芝加哥大学的两位教授丹尼尔·菲舍尔（David Fischel）和戴维·罗斯（David Ross）都认为“操纵的概念应该被完全放弃。虚构交易应该分析为欺诈的一种。无论交易者的意图如何，实际交易不应该因为操纵而禁止。[②]”鉴于政府对于不喜欢的每项做法都可以越权指控为操纵，故该建议是正确的。

---

① *In re Soybeans Future Litigation*, 892 F. Supp. 1025 (N. D. Ill. 1995).

② Daniel Fischel and David J. Ross, “Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?” p. 508.

市场纪律

由于20世纪改良主义者的努力，自由经济学成了被自由左翼人士所嘲笑的一个术语，甚至也被保守右派保持距离。亚当·斯密（Adam Smith's）的无形之手在20世纪30年代遭到全面披露模式的拒绝，但完全披露模式的失败表明，这些改革主义者的诅咒是错误的。“芝加哥法学与经济学院”一直因为奉行监管而遭受批评。20世纪90年代的市场泡沫开始之前，即使是芝加哥派别也质疑联邦证券法所规定的全面披露制度。正如伊斯特布鲁克（Easterbrook）教授和费舍尔（Fischel）教授1984年所说：

> 要求强制性披露为禁止欺诈增加了什么？在披露规则中隐含的公共利益是，当唯一的规则是针对欺诈情况下，市场关于证券信息产生得“太少”……我们可以这么说，五十年后，对于任何披露规则来说，对于全面披露的支持者都不能有科学上可接受的成本效益比值，这个比值取决于减少欺诈或增加信心带来的利益……无论披露法律如何说，通过邮件获得披露的“普通投资者”得到信息总是太晚，以致无法占到那些首先获得信息的人的任何好处。[1]

作者承认，虽然他们不能断言《联邦证券法》是有益的，但他们并不相信，取代反欺诈标准的法律将更有效地阻止侵权行为。这无疑是正确的，但与完全披露相关的大量成本将被避免，充分披露制度会保护投资者的错误暗示将不会再误导公众。

甚至在《萨班斯—奥克斯利法案》之前，上市公司每年在审计上的花费超过120亿美元，更不用说进行披露所花费的管理时间和律师费用以及全面披露制度要求下的诉讼费用。如分散化或计划要追逐季节性利润还需要额外的成本。即使是这些成本，在投资者所遭受的损失面前也变得非常苍白，投

---

① Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors,” p. 669.

资者们认为全面披露在某种程度上可以防止投资损失。为了证明他们的观点并不正确，投资者们为此损失了多少财富？在这方面，伯克利的布阿尔特霍尔法学院（Boalt Hall Law School）的斯蒂芬·蔡教授（Professor Stephen Choi）主张对投资者进行监管，而非监管证券发行。在这种做法下，不成熟的投资者将受到保护，而经验丰富的投资者可以在没有监管干预的情况下自由地进行投资。

自由市场中的信息披露

美国证券交易委员会的全面披露制度建立在企业在理想世界中应该做什么的道德要求上。在这方面，证券交易委员会的设立和安然丑闻之后《萨班斯—奥克斯利法案》的使用是由法国教授何塞·加比蓬多（Jose Gabilondo）认定的“道德恐慌”的结果。通常，这种恐慌与巫术有关，如在塞勒姆，或一些其他被认为威胁社会或道德秩序的热点问题。这种恐慌从一些事件或愤怒开始，之后被哗众取宠者和诱导性的新闻报导吹嘘得面目全非，这些报道利用诸如担心在经济下行期对经济安全的担心等制造焦虑。这些报告反过来又引发了民粹主义者的愤怒，其指向是为了妖魔化特定的个人，如肯尼斯·莱（Kenneth Lay）、杰弗里·斯基林（Jeffrey Skilling）和伯尼·埃伯斯（Bernie Ebbers）。反过来，这种反应又导致了检察官的不端行为，以及立法和司法方面的回应，这些回应常常以未经深思熟虑的立法或严厉的刑罚的形式存在。在道义性的恐慌中，任何温和的声音都不被允许，最极端的诉求毫无疑问地被接受。市场纪律模式更具可测性。它洞察经济衰退的实际原因和影响，并惩罚那些业务模式失败了的人。

在市场纪律模式中，管理层可以自由地选择是否公布财务报告。有些公司可能会选择不披露其财务状况。投资者必须决定在没有那些信息的情况下是否还能投资。其他人可能会随机地对公司进行估值，只有在风险回报率高的情况下才选择投资，这种运作方式同彩票和其他赌博一样。如果出售公司的股份时需要信息，管理层将会有提供信息的动机。之后，信息披露的真实性将由市场评估，而不是由证券交易委员会的少数官僚在没有时间进行任何

有意义的审查的情况下进行评估。

如果管理层选择披露，必须确保不是欺骗投资者的虚假声明。在没有欺诈行为的情况下，“买者自负”规则将要求投资者为自己的投资负责。投资者有义务通过深入研究来保护自己。如果没有足够可靠的信息，或者投资者无法作出此类判断，那么个人就不应该购买股票。相反，投资者应坚持持有政府担保工具或指数型股票。

这并不意味着财务报表将不具有任何价值。它们的价值与它们提供的内容相关：由第三方审计师进行最低限度验证的管理层对公司财务状况的声明，虽然这些审计师由被审计人支付费用。如果这些信息不令人满意，那么投资者可能会在其他地方进行投资，或者如果他们具有议价能力，可以聘请自己的审计师，并要求进入公司的账簿和记录进行审计，审计师由其控制，佣金也由其支付。

依赖市场纪律还有另一个维度。财务信息也是商品，它是许多商业和投资决策的基础，因此具有价值。根据《联邦证券法》所规定的全面披露方案，政府力图强制要求管理人员免费提供这些有价值的信息，这对拥有信息的企业需要而言付出巨大代价。管理层自然会抵制这种需求。政府还试图指定公布信息的时间和地点，忽略这种非常有价值的商品性质。信息就像空气一样，它将渗透每一个裂缝和缝隙，并通过每一个敞开的门逃跑。除了在封闭环境中外，认为比空气更胜的信息，在开放的社会中不能存在是不切实际的。

正如亨利·曼尼（Henry Manne）教授在1966年批评美国证券交易委员会最新制定的内幕交易禁令时所说，“信息是所有商品中最容易传播的商品之一。其具有交换价值，防止其迅速传播极其困难。任何企图规范或管制信息市场的行为都将面临两个障碍。第一个是知道要禁止的交易是哪些，这相当困难。第二个是一旦不需要的交易被识别该采取实际的管制工作。”[1]曼尼是正确的。关于证券的信息是有价值的，它应该像任何其他商品一样被买卖。政府不应要求将这种商品免费提供，或者按照联邦证券法现在的要求以特定的

① Henry G. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, p. 159.

方式分配。

CFTC在历史上早就进行了一项研究，以决定是否将证券交易委员会的内幕交易者禁令运用于商品交易。CFTC决定不采用这种禁令，因为它会损害商品市场的效率。将信息作为商品早在首席大法官约翰·马歇尔（John Marshall）在最高法院关于雷德劳诉奥根（*Laidlaw v. Organ*）的裁决中就已有规定。[①] 在这个案例中，一个新奥尔良商人从英国舰队那里获悉根特条约（Treaty of Ghent）已被签署，1812年战争结束。然后他购买了大量的烟草。烟草的卖家，没有收到类似的消息，在根特条约被签署的消息被周知导致烟草价格上涨了30%至50%后，强制占有了该批烟草。买方寻求重新获得烟草的所有权，但卖方声称，买方没有向他告知条约被签署的消息而导致自己被误导。有人认为，卖方“被买方屏蔽了他自己已知的信息，买方没有向卖方告知该信息等同于欺诈，合同无效”。不过，最高法院马歇尔法官（Justice Marshall）裁定，买方没有义务披露自己知道的条约签署信息：

> 在这个案例中的问题是，可能影响商品的价格外部情报排他性地只被买方知晓，买方是否应该将情报信息告诉卖方。法院认为他没有必要告知。在适当的限度内对相反的规则进行限制是很困难的，而双方获得信息的手段也是平等的。但与此同时，各方必须注意不要说或做任何将强加于另一方的事情。[②]

这是一个简单的标准，对股票具有同等的适用性。如果烟草或其他农产品没有必要进行全面披露或获得平等的信息机会，为什么股票需要这样的规则？尽管美国证券交易委员会及其支持者不断声称，股票市场的筹资功能有其特别重要的一面需要进行充分披露，但并没有证据表明这些要求有用。农业是美国最大的产业。它对我们的经济和生活至关重要，但完全披露对于农产品的买方、卖方和生产方都不是必需的。建筑业是全国的第二大产业，这

---

① *Laidlaw v. Organ*, 15 U.S. (2 Wheat) 178 (1817).

② *Laidlaw v. Organ*, 15 U.S. (2 Wheat) 178 (1817), p. 194.

对我们的日常生活和商业也是至关重要的，但没有任何类似于美国证券交易委员会要求的强制性披露规则。美国近70%的家庭拥有自己的房产，而购买用作建造的产品并没有采用证券交易委员会要求类似的信息披露或会计意见。相反，家具采购使用合同方式进行，这要求购买者签署数十个可读性差的文件，文件中包含许多律师推动的披露。尽管效率低下，但是这个体系运行得更顺利，虽然证券交易委员会要求进行全面披露，但每个人都成为骗子。此外，正如伊斯特布鲁克和费舍尔所指出的那样，大多数温和手段的人比起购买证券时，更有兴趣在销售教育时被保护免受欺诈。然而，对于这种投资并没有完整的披露法规。现在，充分披露模式的理由据说是因为市场效率而不是对客户公平。如果将信息视为商品，这似乎很奇怪。商品在市场上的定价和配置比使用强制放弃商品的政府计划更有效，这种计划使用监禁威胁作为推动披露的唯一激励。此外，如果免费的信息更有效率，那么为什么不要求报纸进行全面披露并免费提供信息呢?

商品模式

正如马歇尔法官所指出的那样，基于商品的模式适用于监管证券能继续制止欺诈。这一要求对于任何商品交易至关重要，普通股和烟草在这方面没有什么不同。在商品模式中，公司可以使用广告向公众出售股票。像所有的广告一样其中不免出现吹嘘，消费者将不得不面对这个问题，就像面对其他广告中的问题一样。如果存在欺诈和欺骗，应谨慎地限制私人救济和政府起诉。

内幕交易

内幕交易构成了更为困难的问题。在商品模式中，没有内幕信息这种东西。如果你有其他别人不可得的信息，你可以用该信息来交易。事实上，这种交易被认为是可取的，因为它使得市场更有效率。没有人会吝惜将信息推向市场所带来的奖励。如果一个农民在他的田地发现小麦锈病，当该病传播时会损害整个地区的作物。农民有权从该信息交易中获利。事情的结果是小

麦价格提高，并向市场发出小麦将出现短缺的信号。然后可以安排替用品供应或进行其他调整。这种信息的发现者使得市场更有效率，并且应该从交易中获取利润来作为回报。

关于公司的内幕信息并不完全符合马歇尔法官所认定的商品模型，因为基于商品的信息通常每个人都可用，至少在理论上如此。尽管如此，发挥公司内部人的优势通过对将信息推向市场的人予以奖励而确保定价更有效率。内幕交易当然已成为 20 世纪 60 年代以来美国 SEC 扩大全面披露理念所面临的道德问题。这个典型倒下了，但能适用于追随者的商品模型。营私理论将适合基于商品的监管模式。盗用私人的信息将被禁止。毕竟，商品偷盗（如牛发出的沙沙声）被禁止，并且这种禁令无处不在。财务信息也可以用同样的方式对待。

事实上，CFTC 和曼哈顿的美国检察官使用营私理论对两名利用从其雇主那里剽窃得到的信息进行期货交易的个人提起诉讼。在那个案例中，佛罗里达州博卡拉顿约翰·亨利公司（John W. Henry & Co.）的交易员托马斯·爱德华·凯利（Thomas Edward Kelly）和他的朋友安德鲁·戴维·莱恩（Andrew David Rhee）抢先下单，赚了 470 万美元。该公司在大宗商品市场上为客户大量下单，其订单具有明显的市场效应。约翰·亨利拥有该公司，他还拥有世界冠军佛罗里达马林棒球队（Florida Marlins baseball team），该公司为客户管理了 22 亿美元的资产。凯利和莱恩因其行为被判入狱 33 个月。

贴标签与全面披露

商品交易和建设中的纯市场化方法有点模糊，要求对类似于烟草和酒类等危险性消费品上的食品标签和警示标语进行披露。即使如此，这些警示简明扼要，也不需要会计师的认证。许多州也对出售房屋加上了简单的披露要求，但这些披露仅涵盖基本项目，而且在许多州都是自愿的。

用标签标注，而不是完全披露，被 CFTC 用于 1936 年《商品交易法》下的商品市场监管。该机构规定必须向交易商品期货或期权合约的客户提供一页纸的风险披露声明。这些都是会对投资者造成巨大投资风险的极度复杂工

具，但没有如联邦证券法所载有详细的全面披露要求。当 CFTC 拒绝全面披露和证券行业中的“适宜性”规则（该规则禁止经纪人向客户推荐不合适的证券，特别是不符合其投资需求的证券）之后，概要型风险披露要求被采用。CFTC 的风险披露而非收取期货佣金的商家告诉客户，应该决定商品期货交易是否符合自己的投资利益。该文件包含了通用的风险披露，该披露描述了商品期货和期权交易的风险。CFTC 的披露文件不涉及特定商品交易的风险，目的并不是这些市场上交易的猪腩或标准普尔 500 指数提供经认证的会计报表。

当然，政府是什么？就像 SEC 规定的招股说明书和财务报告一样，甚至披露的形式可以轻易地变得如此复杂和费解以致失去了对客户的保护。在单一股票期货所需的披露声明中可以找到一个很好的例子。SEC 与 CFTC 对单一股票期货进行了联合监管，这些工具的披露声明立即变成了一个冗长的、复杂的小型说明书，而忽视了其真正的价值在于向无知投资者进行警告。SEC 规定的信息披露应包含什么？当然，应该警告投资者，会计师对公司财务报表的审定并不能确保其准确性。

披露要求应优先于州法律。最高法院在西伯隆尼诉利格特集团（Cipollone v. Liggett Group）的案例中裁定，联邦法律对香烟包装上的警示要求优先于州法律额外的警示要求。然而，法院继续出结论认为，联邦对标签标注的要求并不优先于州法律要求，该要求是基于违反担保、虚假广告、欺诈性虚假陈述，或隐瞒关于吸烟的健康风险的事实。[①] 后一项裁决为各州推动烟草公司获得大规模和解开辟了道路。在没有 SEC 明确许可的情况下，在财务披露相关的诉讼中通过给予各州优先权以堵住这个漏洞。现在，艾略特·斯皮策是一名低阶的州政府官员，但他却能够为整个国家承担金融监管责任。他的权力是如此之大，以致他甚至能够从美国法官那里获得命令，指示 SEC 在他完成工作之前不要处理他在市场时机案子中的证人。

另一个问题是政府努力削弱披露文件的价值。CFTC 风险披露声明被证明已成为客户们强大的防御武器，他们声称商品经纪人误导了他们，特别是当

① *Cipollone v. Liggett Group, Inc.*, 505 U.S. 504 (1992).

客户被要求签署表格时开始。接下来CFTC裁定风险信息披露的影响被经纪人口头失实的陈述所否定，从而削弱了信息披露声明的价值。有趣的是，联邦上诉法院裁定，尽管被告人口头上存在失实陈述，但经验丰富的证券投资者也会受到书面信息披露的约束①。然而，同一个法院后来裁定，经验不成熟的投资者并不受CFTC披露形式的约束。② 另一个联邦上诉法院裁定，投资者不能无视与CFTC披露文件相冲突的口头声明。③ 这种情况应该得到澄清。披露声明应该与其他任何合同一样被对待。消费者每天要签署很多合同，从汽车到房屋，但很少能够承认，合同的书面条款因为销售员夸张的宣传而被忽略。

① *Zobrist v. Coal - X, Inc.*, 708 F. 2d 1511 (10th Cir. 1983).

② *Wegerer v. First Commodity Corp.*, 744 F. 2d 719 (10th Cir. 1984).

③ *Indosuez Carr Futures, Inc. v. CFTC*, 27 F. 3d 1260 (7th Cir. 1994).

结　论

公司治理最初的目的是高效地组织资本，多样化地分散风险。这一努力曾经是成功的，帮助英帝国极大地扩张，从美洲殖民地一直到印度等地。股份公司也落户美国，但对垄断力量的担心，公司治理理念被限制在工商企业中使用，直到独立革命之后才有些变化。但甚至在那时，对公司规模的限制以及必须从州立法机关获得经营权，仍限制着公司治理理念的使用。这些限制反映出美国政治中商业和反商业之间的分歧，其中最早的分歧发生在独立革命后，北方商人和南方种植业者之间。

逐步地，商人们占据了上风，开始清除对公司的限制。特别是19世纪最后25年，更自由的公司法规得以通过，允许以更广泛的目的和控股结构成立公司。这些法规非常及时，因为那时美国正从分割的地方经济向全国性经济转变，而全国性经济需要大量资本和大型企业。企业合并和巨型公司的产生，导致民粹主义者和改革者们的反对。他们将大公司视为威胁，也将它们视为分享财富的来源。尽管经历了一些市场崩溃、衰退和萧条，直到1929年股市崩溃和随之而来的大萧条，民粹主义者和改革者们才获得控制力。这开启了富兰克林·罗斯福“新政”的大门，通过了一系列《联邦证券法》。《联邦证券法》遵循了路易斯·布兰迪斯的观点，即强制披露能阻止公司的不当行为。但这被证明是一个空洞的承诺。

其他公司治理改革，如信托义务，则是致力于将管理权从公司管理层向法院转移。企业不当行为当然需要审查，法院很快将公司控制权收入囊中，

但法官们没有任何公司管理和决策的经验或专长。因此，更多改革随之而来，即要求公司配备外部董事或成立审计委员会等。增加代理成本和其他要求，目的是淡化管理层的权力。这些努力失败了。随后，改革者希望通过股票期权将公司管理层的利益和股东的利益保持一致。这一改革措施还附加了每季度公布财务报告的要求。这两项改革形成完美的风暴，导致安然和其他丑闻爆发。公司管理层故意夸大盈利，以符合分析师每季度的预期，并保证自己从股票期权中获利。

在另一项“改革”中，完全信息披露制度迫使金融分析师成为公司监管者，但他们唯一的信息来源是公司管理层发布的季度报告。在这一过程中，分析师失去了全部信用，他们帮助投资银行家同事哄抬股价。其他改革措施被制定出来。内幕交易的罪名随着起诉逐渐蔓延。共同基金尽管面临大量公司治理的要求，但仍未能避免由择时交易和延时交易引起的丑闻。

在改革的幌子下，政府官员不喜欢的任何商业行为均可被认定为刑事犯罪，或被用来撼动大公司经营。这成为一种没有法律支持的随机税负。新闻媒体一报道公司的问题，就会有集体诉讼出现。这些案件从公司勒索了很多钱。勒索甚至被用在党派政治斗争中，如停止播放批评某总统候选人的电视广告等。然后是州立养老基金，它们也试图夺取公司的控制权。

图书馆现在存放了大量扼杀性的法律法规，用来攻击公司治理的各个方面。每一部法律法规都来自应对某一次财务丑闻。那些从事丑闻的人，或是在监狱里，或早已逃离美国，但随之而来的规定却陷害和惩罚了无辜的人，他们必须永久地承担这些代价。丑闻一旦被披露，新闻界就不可避免地歇斯底里。他们要求，必须做一些事情——任何事情都行——不用考虑效果或成本。这导致的结果是一堆没有规律和没有理由的规定；这些规定在未来可以被侵略性的检察官和集体诉讼律师任意解释。

对于美国这样的复杂经济，需要超越这种随意和昂贵的监管模式来管理。只有在充分论证监管规定的成本和收益的情况下，才能考虑通过规定，而不是受制于那些别有用心的人提出的一些不被支持的监管建议。历史上公司治理改革的背后，大多是一批没有或者很少有商业经验的法学教授。他们有深

奥的公司法知识，因而在国会和州立法机关那里得到很大的尊重。就算他们倡导的改革失败了，但这种尊重仍然存在。最后就是改革—失败—更多监管法规的永无止境的循环。《萨班斯—奥克斯利法案》是一个最近的例子，该法案的失败徒增了社会成本，但富裕了律师们。

需要重新审视安然公司或其他丑闻。无论采取何种途径来进行公司治理改革，一些基础性要素都应坚持。法院和政府官僚没有足够的能力猜测出以充分披露制度或其他公司治理条例为幌子的真实的公司管理决策，它们同样无法代替市场的准则。对于政府管理来说，经济太复杂了。政府的作用应当是遏制腐败，防止它破坏市场信心并将资金转移到其他地方。政府应当攻击真正的腐败行为，而不是将每个不满意的商业行为都认定为犯罪。

参考文献

本书中相关的市场事件、统计数据、诉讼报告、审判书及同期其他事件主要来自《华尔街日报》和《纽约时报》。《休斯顿日报》在亚瑟·安达信的审判报告中发挥了一定作用。诉讼的细节描述来自证券交易委员会的官方网站（http：//sec. gov/）。作者在文中描述的丑闻事件及其他内容信息来自无数的公司网站。本书引用了数以千计的文章和网站作为信息来源，但它们都是可以通过辞典编纂信息系统（LEXIS）和谷歌搜索引擎获取的公开信息。精选目录中包含了本书翻阅求教过的信息来源。

Abercrombie v. Davies. 130 A. 2d 338（Del. 1957）.

African – American Slave Descendants Litigation，*In re*，304 F. Supp. 2d 1027（N. D. III. 2004）.

Ahrens，Dan. *Investing in Vice.* New York：St. Martion's，2004.

American Law Institute. *Principtes of Corporate Governance.* New York：American Law Institute，1984.

Andersen & Co. *The First Fifty Years*：1913 – 1963. New York：Garland，1984.

A. P. Smith Mfg. Co. v. Barlow，98 A. 2d 58（N. J. 1953），*cert. denied*，346 U. S. 861（1953）.

Auletta，Ken. *Media Man*：*Ted Turner's Improbable Empire.* New York：Atlas，2004.

Bajaj，Mukesh，Sumon C. Mazumdar，and Atulya Sarin. "Securfities Class Action Settlements：An Empirical Analysis." Available at http：//securities. stamford. edu/research/studies/2000//16ssrnboard. pdf. November 16，2000.

Barbash, Tom. *On Top of the World: Cantor Fitzgerald, Howard Lutnick, and 9/11: A Story of Loss and Renewal.* New York: HarperCollins, 2003.

Barnes v. Andrews, 298 F. 614 (S. D. N. Y. 1924).

Barnett, George E. "The Securities Act of 1933 and the British Companies Act." *Harvard Business Review* 13 (1934): 1.

Barnum, P. T. *Humbugs of the World.* Reprint. Detroit: Singing Tree Press, 1970.

Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988).

Baskin, Jonathan Barron, and Paul J. Miranti Jr. *A History of Corporate Finance.* Cambridge: Cambridge University Press, 1997.

Bates v. Dresser, 251 U. S. 524 (1920).

Batson, Neal. Court – Appointed Examiner's First Interim Report. *In re, Enron Corp.* Case No. 01 – 16034 (AJG) (S. D. N. Y. Bankruptcy), September 21, 2002.

Batson, Neal. Court – Appointed Examiner's Second Interim Report. *In re, Enron Corp.* Case No. 01 – 16034 (AJG) (S. D. N. Y. Bankruptcy). January 21, 2003.

Baton, Neal. Court – Appointed Examiner's Third Interim Report. *In re, Enron Corp.* Case No. 01 – 16034 (AJG) (S. D. N. Y. Bankruptcy), June 30, 2003.

Batson, Neal. Court – Appointed Examiner's Final Report. *In re, Enron Corp.* Case No. 01 – 16034 (AJG) (S. D. N. Y. Bankruptcy), November 4, 2003.

Beard, Patricia, *After the Ball: Gilded Age Secrets, Boardroom Beltayals, and the Party That Ignited the Great Wall Steet Scadal of* 1905. New York: HarperCollins, 2003.

Beli, Greory S. *In the Black: A History of African Americans on Wall Street.* New York: Wiley, 2002.

Berle, Adolf A. Jr. "Publicty of Accounts and Directors'Purchases of Stock." *Michigan Law Review* 25 (1927): 267.

Berle, Adolf A. Jr., and Gardiner C. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. 1932. Reprint. Nee York: Harcourt, Brace, World, 1968.

Bernstein, Perer L. Wedding the Waters: *The Erie Canal and the Making of a Nation*. New York: W. W. Norton, 2005.

Bily v. Arthur Young & Co., 834 P. 2d 745 (Sup. Cal. 1992).

Black, Bernard S. "Agents Watching Agents: The Promise of the Institutional Investor Voice". UCLA Law Review 39 (1992): 811.

Black, Conrad. *Franklin Delano Roosevelt*: Champion of Freedom. New York: Public A ffairs, 2003.

Bloomberg News. "Jurors Were Dovided Over Morgan's Lawsuit." *New York Tines*, January 4, 2003.

Board of Governors of the Federal Reserve System. *Lending Functions of the Federal Reserve Banks: A History*: 1973.

Bogert, George, and George T. Bogert. *the Law of Trusts and Trusees*. St. Paul, MN: West, 1984.

Boies, David. *Courting Justice*, *From NY Yankees v. Major League Baseball to Bush v. Gore* (1997—2000). New York: Miramax Books, 2004.

Boraks, David. "After a Legal Taste Test, Sun Trust Sticks to Coke." *Amercan Banker*, June 16, 2003.

Brandeis, Louis D. *Other People's Money and How the Bankers Use It*. New York: Fredrick A. Stokesm1914.

Breeden, Richard C. "Restoring Trust." Report to the Honorable Jed S. Rakoff, United States District Court for the Southern Distrct of New York on Corporate Governance for the Future of MCI, Inc., August 2003.

——. "Thumbs on the Scale: The Role That Accounting Practices Played in the Savings and Loan Crisis." *Fordham Law Review* 59 (1991): 71.

Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244 (Del. 2000).

Brewster, Mike. *Unaccountable: How the Accounting Profession Forfeited a*

Public Trust. Hoboken, NJ: Wiley, 2003.

Brian, Denis. *Pulitzer: A Life*. New York: Wiley, 2001.

Brief, Richard P. *History of Public Accounting in the United States*. New York: Garland, 1998.

Brief, Richard P., ed. *Accounting Thoughe and Practice Through the Years*. New York: Garland, 1986.

——. *A History of Cooper Brothers & Co.* 1854 *to* 1954. New York: Garland, 1986

Brinkley, Douglas. *Wheels for the World: Henry Ford, His Company and a Century of Progress* (1903—2003). New York: Viking, 2003.

Broome, Lissa L., and Jerry W. Markham. *Regulation of Bank Financial Service Activities: Cases and Materials*. St. Paul, MN: West Group, 2001.

Brudney, Victor. "The Independent Director—Heavenly City or Potemkin Village?" *Harvard Law Review* 95 (1982): 597.

Bryon, Christopher. *Marthe Inc. The Incredible Story of Martha Stewarl Living Omnimedia*. New York: Wiley, 2002.

Business Roundtable v. Securities and Exchange Commission, 905 F. 2d 406 (D. C. Cir. 1990).

Byrne, John J., Douglas W. Densmore, and Jeffrey M. Sharp. "Examining the Increase in Federal Regulatory Regulatory Regulatory Requirements and Penalties: Is Banking Facing Another Troubled Dccade?" *Capital university Law Review* 24 (1995): 1.

Cady Roberts & Co., *In re*, 40 S. E. C. 907 (1961).

Caiola v. Citibank, N. A., 295 F. 3d 312 (2d Cir. 2002).

California Independent System Operator v. Federal Energy Regulatory Commission, 372 F. 3d 395 (D. C. Cir, 2004).

California Power Exchange. Corporation, *In re*, 245 F. 3d 1110 (9th Cir. 2001).

Campbell v. Loew's, Inc., 134 A. 2d 852 (Del. Ch. 1957).

Campbell, Rutherford, B. Jr. "Corporate Fiduciary Principles for the Post - Contractarian Era." *Florida State University Law Review* 23 (1996): 561.

Cannon v. University of Chicago. 441 U. S. 677 (1979).

Cannon, James G. *Clearing Houses.* London: Smith Elder, 1910.

Caplan v. Lionel v. Corp., 246 N. Y. S. 2d 913 (1964), *affirmed*, 198 N. E. 2d 908: (1964).

Carpenter v. Danforth, 52 Barb. (N. Y.) 581 (1868).

Carpenter v. United States, U. S. 19 (1987).

Carter & Johnson, In re, 47 S. E. C. 471 (1981).

Cary. William L. "Corporate Standards and Legal Rules." *California Law Review* 50 (1962): 411.

——. "Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware." *Yale law Journal* 83 (1974): 663.

Cassidy, John. *Dot. com: The Greatest Story Ever Sold.* New York: Harper Colliins, 2002.

Cenco, Inc. v. Seidman & Seidman, 686 F. 2d 449, 454 (7th Cir.) *cerl. denied*, 459 U. S. 880 (1982).

Cendant Corp. Prides Litigation. In re, 51 F. Supp. 2d 537 (D. N. J. 199), *vacated in part*, 243 F. 3d 722 (3d Cir.), cert. denied, 534 U. S. 889 (2001).

Central Bank v. First Interstate Bank, N. A., 511 U. S. 164 (1994).

Charlestown Boot & Shoe Co. v. Dunsmore, 60 N. H. 85 (1880).

Chatfield, Michael. *A History of Accounting Thought.* Huntington, NY: R. E. Krieger, 1974.

Chatfield, Michael, and Richard Vangermeersch, eds. *The History of Accounting: An International Encyclopedia.* New York: Garland, 1996.

Checkosky v. Securities and Exchange Commission, 139 F. 3d 221 (D. C. Cir. 1998).

Chernow, Ron. *Alexander Hamilton.* New York: Penguon. 2004.

Chiarella v. United States, 445 U. S. 222 (1980).

Chris – Craft Industries, Inc. v. Piper Aircraft Corp., 480 F. 2d 341. 383 (2d Cir. 1973), *cert. denied sub nom, Bangor Punta Corp. v. Chris – Craft Industries, Inc.*, 414 U. S. 910 (1973).

Choi, Stephen "Regulating Investors Not Issuers: A Market Based Proposal." *California Law Review* 88 (2000): 279.

Cipollone v. Liggett Group, Inc., 505 U. S. 504 (1992).

Citigroup Global Markets, Inc., New York Stock Exchange Hearing Panel Decision No. 03 – 72 (April 22, 2003).

Clinger & Co., In re, Securties Exchange Act Release No. 39390 (S. E. C. 1997).

Coase, Ronald H. *The Nature of the Firm: Origins, Evolution and Development.* 1937. New York: Oxford University Press, 1991.

Coffee, John C. Jr. "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System." *Virginia Law Review* 70 (1984): 717.

——. "Understanding Enron: 'It's About the Gatekeepers, Stupid." *Business Lawyer* 57 (2002): 1403.

Cole, Benjamin. *The Pied Pipers of Wall Street: How Analysts Sell You Down the River.* Princeron: Bloomberg, 2001.

Colloff, Pamela. "The Trick Is Not to Act Like a Lawyer." *Texas Monthly*, September 22, 2002. p. 157.

Colyar, A. S. *Life and Times of Anderw Jackson.* Vol. 2: *Soldier – Statesman – Presdent.* Nash – ville, TN: Marshall & Bruce, 1904.

Commodity Futures Trading Commission. "A Study of the Nature, Extent and Effects of Futures Trading by Persons Possessing Material Nonpublic Information." Washington. DC: Government Printing Office, 1986.

"Conflicted in California." *Wall Street Journal*, May 11, 2003.

Consan, Joe. "The George W. Bush Success Story: Heartwarming Tale About Baseball. $1.7 Billion, and a Lot of Swell Friends." *Harpers*, February 2000, p. 39.

Cort v. Ash, 422 U. S. 66 (1975).

Coulter, Ann. *How to Talk to a Liberal (If You Must)*. New York: Crown Forum. 2004.

County of Orange v. McGraw Hill Companoes, Inc., 245 B. R. 151 (C. D. Cal. 1999).

Cox, James D., Thomas Lee Hazen, and F. Hodge O'Neal. *Corporations*. New York: Aspen Law & Business, 1995.

Craig v. Anyon, 212 A. D. 55, 208 N. Y. S. 259 (N. Y. App. Div., Ist Dept. 1925).

Credit Suisse First Boston, In re, No. E – 2002 – 41. Complaint. Office of Secretary of the Commonwealth of Massachusetts, October 21, 2002.

Dallek, Robert. *An Unfinished Life: John F. Kennedy* 1971 – 1963. Boston: Little, Brown, 2003.

D. E & J. Limited Partnership v. Conaway, 284 F. Supp. 2d 719 (E. D. Michigan, 2003).

DeBaise, Colleen. "McDermott Knows Their Pain." *Wall Street Journal*, December 4, 2003.

DeCesaris, Michael, Amy Olitsky, and Douglas J. Zona. "Energy Trading Stategies in California: Pro – Competitive or Market Manipulation?" Paper presented at the Cornerstone Research Conference on Market Market Manipulation in the Electricity and Natural Gas Markets. Washington, DC, October 2, 2003.

Delaware v. New York, 507 U. S. 490 (1993).

Department of Enforecement v. Quattrone. Disciplinary Proceeding Nos. CAF030007 – 08 (N. A. S. D. March 6. 2003).

Dickson. Paul, and Thomas B. Allen. *The Bonus Army: An American Epic*. New

York: Walker, 2005.

Dodd, E. Merrick, Jr. "For Whom Are Corporate Managers Trustees?" *Harvard Law Review* 45 (1932): 1145.

Dodge v. Ford Motor Company, 170 N. W. 668 (1919).

Donahus v. Rodd Electrotype Company of New England, Inc., 328 N. E. 2d 505 (Mass. 1975).

Dougias, William O. "Directors Who Do Not Direct, *Harvard Law Review* 47 (1934): 1305.

Drucker. peter F. *Concept of the Corporation.* New York: John Day. 1946.

Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo. Civ. No. 09 – 932 (S. Ct. 2005).

Dunn v. Commodity Futures Trading Commission. 519 U. S. 465 (1997).

Dwycr. Jim, and Kevin Flynn. 102 *Minutes: The Untold Story of the Fight to Survive Inside the Twin Towers.* New York: Times Books. 2005.

Eastebrook. Frank H., and Daniel Fischcl. *The Economic Structure of Corporate Law.* Cambridge. MA: Harvard University Press, 1991.

—— "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors." *Virginia Law Review* 70 (l984): 669.

Easterbrook. Gregg. *The Progress Paradox: How Life Gets Belter White People Feel Worse.* New York: Random House, 2003.

Edwards. J. R. *The History of Accounting.* 4 *vols.* London: Routedge, 2000.

Eichenwald, Kurt. *Conspiracy of Fools: A True Story.* New York: Broadway Books, 2005.

"Eliot's Insurance Policy." Wall Street Journal, October 21, 2004.

Endlich, Linda. *Optical Illusions: Lucent and the Crash of Telecom.* New York: Simon & Schuster, 2004.

English, Simon. "Crubman Still Going In at Citigroup." Daily Telegraph (London), August 19. 2003.

Enron Annual Reports 1998 – 2000.

Enron Corp. , *In re*, Complaint, Ch. 11, Case No. 01 – 16034 (AJG) (S. D. N. Y. 2001) .

Enron Corp. , *In re*, 2003 U. S. Dist. LEXIS I668 (S. D. Texas) .

Enron Corp. , *In re*, 2003 U. S. Dist. LEXIS 7632 (S. D. Texas) .

Enron Corp. , *In re*, 2003 U. S. Dist. LEXIS 10686 (S. D. Texas) .

Enron Corp. , *In re*, 188 F. Supp. 2d 684 (S. D. Texas) 2002.

Enron Corp. , *In re*, 235 F. Supp. 2d 576 (S. D. Texas) 2002.

Enron Corp. , *In re*, 258 F. Supp. 2d 576 (S. D. Texas) 2003.

Enron Corp. , *In re*, 284 F. Supp. 2d 511 (S. D. Texas) 2003.

"Enron: What Went Wrong?" *Fordham Journal of Corporale and Financial Law* 8 (2002): 1.

Ernst &. Ernst v. Hochfelder, 425 U. S. 185 (1976) .

Ernst & Young, *In re*. 2004 SEC LEXIS S31 (2004) .

Eseott v. Barchris Construction Corp. , 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1968) .

"Europc vs. America," *Wall Street Journal*, June 18, 2004.

Eveson, TIodd H. "Financial and Bank Holding Company Issuance of Trust Preferred Securities." *North Carolina Banking: Institute*6 (2002): 315.

Federal Reserve Board Staff. *A Review and Evaliaion of Federal Margin Requirements*. Washington, DC: Federal Reserve Board, December 1984.

Figes, Orlando. *A peoplc's Tragedy: The Russian Revolution* (1891 – 1924). New York: Penguin, 1996.

Fileti, Thomas R. , and Carl R. Steen. "Synthetic Lease Financing for the Acquisition and Construclion of Power Generation Facilities in aChanging U. S. Energy Environment." *Fordham International Law Journal* 24 (2001): I983.

Finch. Christopher. *In the Market: The Illustrated History of the Financial Markets*. New York: Abbeville Trust, 2001.

Firsl Interim Report of Dick Thornburgh, Bankruptcy Examiner, *In re. WorldCom, Inc.* , Case No. 02 – 15533 (AJG) (S. D. N. Y. Bankruptcy). No-

vember 4, 2002.

First Union Corp. v. SunTrust Banks, Inc., 2001 WL 1885686 (N. C. Bus. Ct. August 10, 2001).

Fischel. Daniel. *Payback: The Conspiracy to Destroy Michael Milken and His Financial Revolution.* New York: Harper Business, 1995.

Fischel, Daniel, and David J. Ross. "Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?" *Harvard Law Review* 105 (1991): 503.

Fischer v Kletz, 266 F. Supp. 180 (S. D. N. Y. 1967).

Flanagan, William G. *Dirty Rotten CEOs: How Business leaders Arc Fleecing America.* New York: Citadel. 2004.

Fliegler v. Lawrence, 361 A. 2d 218 (Del. 1976).

Foreign Corrupt Practices Act of 1977. Public Law No. 95 - 213, 91 Stat. 1494.

Fox, Lawrence J. "The Academics Have It Wrong: Hysteria Is No Substitute for Sound Public Policy Analysis." *In Enron Corporate Fiascos and Their Implications*, ed. Nancy B. Rapoport and Bala G. Dharan. New York: Foundation Press, 2004.

Fox, Loren. *Enron: The Rise and Fall.* New Yor: Wiley, 2003.

Fradkin, Philip L. *Stagecoach. Wells Fargo and the American West.* New York: Simon & Schuster, 2002.

Francis Theo, and Jonathan Weil. "AIG Could Face Criminal Charges." *Wall Street Journal*, October 22. 2004.

Frankel, Tamar. "Corporate Directors' Duty of Care: The American Law Institute's Project on Corporate Governance." *George Washington Law Review* 52 (1984): 705.

Frankfurter, Felix. "Securities Act - Social Consequences." *Fortune. August* 1933, p. 55.

Fraser, Steve. *Every Man a Speculator: A History of Wall Street in American Life.* New York: HarperCollins, 2005.

Friedman v. Salomon/Smith Barney 2000 U. S. Dist. LEXIS 17785 (S. D. N. Y. 2000), affirmed, 313 F. 3d 796 (2d Cir. 2002), *cert. denied*, 157 L. Ed. 2d 43 (2003).

Fund of Funds, Ltd. v. Arthur Andersen & Co., 545 F. Supp. 1314 (S. D. N. Y. 1982).

Galbraith, John Kenneth. *The Great Crash*, 1929. Boston: Houghton Mifflin, 1988.

——. *The Affluent Society.* Boston: Houghton Mifflin, 1958.

——. *The Liberal Hour.* Boston: Houghton Mifflin, I960.

——. *New Industrial State.* Boston: Houghton Mifflin, 1967.

——. *Economics and the Public Purpose.* Boston: Houghton Mifflin, 1973.

Galler v. Caller, 203 N. E. 2d 577 (III. I964).

Gasparino, Charles. *Blood on the Street: The Sensational Inside Story of How Wall Street Analysis Duped a Generation of Investors.* New York: Free Press, 2005.

Gateway, Inc., In re, 2003 WL. 22683974 (S. E. C. 2003).

Gatton, T. Harry. *Banking in North Carolina: A Narrative History. Raleigh.* NC: Bankcrs As - sociation, 1987.

Geisst, Charles R. *The Last Partnerships: Inside the Great Wall Street Dynasties.* New York: McGraw - Hill. 2001.

——. *Wheels of Fortune: The History of Speculation from Scandal to Respectability.* New York: Wiley, 2002.

Gilbert, Martin. *A History of the Twentieth Century*, 1933 - 1951. New York: William Morrow, 1998.

Gilder, George. "America's New Jingoes." *Wall Street Journal*, October 8. 2004.

Gilder v. *PGA Tour, Inc.*, 936 F. 2d 417 (9th Cir. 1991).

Gillers, Stephen. "The Flaw in the Andersen Verdicl." *New York Times*, June 18, 2002.

Gilson, Ronald J., and Reinier Kraakman. "Investment Companies as Cuardian Shareholders: The Place of the MISC in the Corporate Governance Debale." *Stanford Law Review* 45 (1993): 985.

Globe Woolen Co. v. Utica Gas & Electric Co., 121 N. E. 378 (N. Y. 1918).

Grobow v. Perot, 539 A. 2d 180 (Del. 1988).

Goodheart, Lawrence. *Abolitionist, Atheist: Elizur Wright and the Reform Impulse.* Ohio: Kent State University Press, 1990.

Goodwin, Jason. *Greenback: The Almighty Dollar and the Invention of America.* New York: Henry Holt, 2003.

Goodwin v. Agassiz, 283 Mass. 358. 186 N. E. 659 (1933).

Gordon, John Steele. *An Empire of Wealth: The Epic History of American Economic Power.* New York: HarperCollins, 2004.

Gordon, Robert W. "A New Role for Lawyers? The Corporate Counselor After Enron." *Con - necticut Law Review* 35 (2003): 1185.

Gouge, William M. "A Short History of Paper Money and Banking in the United States Including an Account of Provisional and Continental Paper Money to Which Is Prefixed an Inquiry Into the Principles of thc System." 1833.

Graham, Benjamin, and David Dodd, *Security Analysis.* 2nd ed. New York: McGraw - Hill, 1940.

Grant. Adam. "Ziggy Stardusl Reborn: A Proposed Modification of the Bowie Bond." *Cardozo Law Review.* 22 (2001): 1291.

Grant Thornton LLP, In re, 2004 WL 85632 (S. E. C. 2004).

Great Atlantic & Pacific Tea Co., Inc., In re. 2004 U. S. App. LEXIS 14175 (3d Cir. 2004).

Guft v. Loft, 5 A. 2d 503 (Del. 1939).

Hague, William. *William Pitt the Younger.* New York: Alfred A. Knopf, 2005.

Hanson, Jon D., and Douglas A. Kysar. "Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation." *New York University Law Review* 74 (1999):

630.

Harvard College v. Amory, 26 Mass. (9 Pick) 454 (1830) .

Hays, Constance L. "Martha Stewart's Sentence: The Overview." *New York Times*, July 17. 2004.

Hazen, Thomas Lee. "Adminisirativc Law Controls on Attorney Practice: A Look at the Securities and Exchange Commission's Lawyer Conduct Rules." *Administrative Law Review* 55 (2003): 323.

——. *Treatise on the Law of Securities Regulation.* 4th ed. St. Paul. MN: West Group, 2002.

Mazen, Thomas L., and Jerry W. Markham. *Corporations and Other Business Enterprises: Cases and Materials.* St. Paul, MN: West Group, 2003.

Heller v. Boylan, 29 *N. Y. S.* 2d 653, *affirmed*, 32 N. Y. S. 2d 131 (1941) .

Hemenway, David, *Prices and Choices: Microeconomic Vignettes.* 3rd ed. New York: University Press of America, 1993.

Henriques, Diana B. "The Brick Stood Up Before. But Now?" *New York Times*, March 10. 2002.

——. "Enron's Many Strands: A Big Investor, Even a Watchdog Is Not Always Fully Awake." *New York Times*, February 5, 2002.

Herman, Arthur. *To Rule the Waves: How the British Navy Shaped the Modern World.* New York: HarperCollins, 2004.

Hirschson, Stanley P. *General Patton: A Soldier's Life.* New York: HarperCollins, 2002.

Holstein. William J., and Edward M. Kopo. "Spitzer's Climate of Fear." *Wall Street Journal*, November 23, 2004.

Hopkins, Leon. *The Hundredth Year.* Plymouth, UK: McDonald & Evans, 1980.

Hunt, Edwin S. *The Medieval Super-Companies: A Study of the Peruzzi Company of Florence.* New York: Cambridge University Press, 1994.

Indosuez Carr Futures, Inc. v. CFTC, 27 F. 3d 1260 (7th Cir. 1994).

Jeffers, H. Paul. *Diamond Jim Brady: Prince of the Gilded Age.* New York: Wiley, 2001.

Jenkins, Holman W. Jr. "Should the Stock Market Be the Sentencing Judge?" *Wall Street Journal*, March 31, 2004.

——. "Thinking Outside the Sarbox." *Wall Street Journal*, November 24, 2004.

Jensen, Michael C., and William H. Meckling. "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Finance and Economics* 3 (1976): 305.

Jeter, Lynne W. *Disconnected: Deceit and Betrayal at WorldCom.* Hoboken. NJ: Wiley, 2003.

Johnson, Christian. "The Failure of Superior Bank FSB: Regulatory Lessons Learned." *Banking Law Journal* (November/December 2002): 927.

Johnson, Haynes. *The Best of Times: America in the Clinton Years.* New York: Harcourt, 2001.

Johnson, Jo, and Martine Orange. *The Man Who Tried to Buy the World: Jean - Marie Messier and Vivendi Universal.* New York: Portfolio, 2003.

Jones, Edgar. *Accountancy and the British Economy*, 1840 - 1980: *The Evolution of Ernst & Whinney.* London: B. T. Bratsford, 1981.

Jones v. H. F. Ahrnson & Company, 460 P. 2d 464 (Cal. 1969).

Jordan v. Duff & Phelps, Inc., 815 F. 2d 429 (7th Cir. 1987), *cert dismissed*, 485 U. S. 901 (1988).

JPMorgan Chase Bank v. Liberty Mutual Insurance, 189 F. Supp. 2d 24 (S. D. N. Y. 2002).

Kador, John. *Charles Schwab: How One Company Beat Wall Street and Reinvented the Brokerage Industry.* Hoboken, NJ: Wiley, 2002.

Kardon v. National Gypsurn Co., 69 F. Supp. 512 (E. D. Pa. 1946).

Karmel, Roberta. *Regulation by Prosecution: The Securities and Exchange Commission vs. Corporate America*. New York: Simon & Schuster, 1982.

Kaufman, Michael T. Soros: *The Life and Times of a Messianic Billionaire*. New York: Alfred A. Knopf, 2002.

Keating, Muething & Klekamp, In re. 1979 WL 186370 (S. E. C. 1979).

Keller, Elisabeth, and Gregory A. Gehlmann. "A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Acl of 1934." *Ohio State Law Journal* 49 (1988): 329.

Kingston Cotton Mills Co., [1886] 2 Ch. 279, 288.

Kirsch, Clifford E., ed. *The Financial Services Revolution: Understanding the Chang Role of Banks, Mutual Funds, and Insurance Companies*. New York: McGraw - Hill, 1997.

Klein, Edward. *The Truth About Hillary*. New York: Sentinel, 205.

Klein. William A., and John C. Coffee Jr. *Business Organizations and Finance: Legal and Economic Principles*. New York: Foundation Press, 2004.

Koniak, Susan P. "When the Hurlyburly's Done: The Bar's Struggle With the SEC." *Columbia Law Review* 103 (2003): 1236.

Korman, Richard. *The Goodyear Story: An Inventor's Obsession and the Struggle for a Rubber Monopoty*. San Francisco: Encounter Books, 2002.

Kouwenhoven, John A. *Partners in Banking: An Historical Portrait of a Great Private Bank, Brown Brothers Harriman & Co.* 1818 - I968. Garden City, NY: Doubleday, Page, 1968.

Krass, Peter. *Carnegie*. Hoboken, NJ: Wiley, 2002.

Laidlaw v. Organ, 15 U. S. (2 Wheat) 178 (1817).

Lander, Mark. "For Salomon, as Adviser, Millions Plus Revenge." *New York Times*, October 3, 1997.

Lasser, William. *Benjamin V. Cohen, Architect of the New Deal*. New York: Century Foundation, 2002.

Lay, Kenneth. "The Politics of My Trial." *Washington Post*, September 1, 2004.

Lee, T. A., and R. H. Parker. *The Evolution of Corporate Financial Reporting*. Sunbury – on – Thames, UK: Nelson, 1979.

Leebaert, Derek. *The Fifty – Year Wound: The Price of America's Cold War Victory*. Boston: Little Brown, 2002.

Leeds Estate. 36 Ch. D. 787 (1887).

Lehrman v. Cohen, 222 A. 2d 800 (Del. 1966).

Levin v. Metro – Goldwyn – Moyer, Inc., 264 F. Supp. 797 (S. D. N. Y. 1967).

Levin, Arthur Jr. *Take on the Street, What Wall Street and Corporate America Don't Want You to Know, What You Can Do to Fight Back*. New York: Pantheon Books, 2002.

——. "Money, Money, Money." *Wall Street Journal*, November 22, 2004.

——. "The Numbers Game." Remarks at New York University Center for Law and Business, September 28, 1998.

Lewis, Michael. *Liar's Poker: Rising Through the Wreckage on Wall Street*. New York: Norton, 1989.

Lincoln Savings and Loan Association v. Wall, 743 F. Supp. 901. 920 (D. D. C. 1990).

Lindsey, Lawrence B. "I'm" No Social Security Hypocrite." *Wall Street Journal*, May 26, 2000.

Loss, Louis. *Securities Regulation*. Boston: Liltle, Brown, 1961.

louis K. Liggett Co. v. lee. 288 U. S. 517 (1933).

Lovenheim v. Iroquois Brands. Ltd., 618 F. Supp. 554 (D. D. C. 1985).

Lowenstein, Louis. "Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure." *Columbia Law Review* 96 (1996): 1335.

Lowenstein, Roger. *Buffett: The Making of an American Capitalist*. New York: Broadway Books, 1995.

——. *Origins of the Crash: The Great Bubble and Its Undoing*. New York: Penguin Press, 2004.

——. "The Fall of ihe House of Regas." *New York Times Magazine*, February 1, 2004, p. 26.

Lucent Technologies, Inc. Securities Litigation, In re, 217 F. Supp. 2d 529 (D. N. J.) 2002.

Macey, Jonathan R. "WalI Street Versus Main Street: How Ignorance, Hyperbole, and Fear Lead to Regulation." *University of Chicago Law Review* 65 (1998): 1487.

Macey, Jonathan R., and Geoffrey P. Miller. "Kaye, Scholer, FIRREA, and the Desirability of Early Closure: A View of the Kaye Scholcr Casc From the Perspectivc of Bank Regulatory Policy." *Southern California Law Review* 66 (1993): 1115.

Mahar, Maggie. *Bull! A History of the Boom* 1982 – 1999. New York: HarperBusincss. 2003.

Mahonia v. West LB AG, [2004] EWHC 1938 (Comm), Royal Court of Justice London (August 3, 2004).

Malik, Om. *Broadbandits, Inside the $750 Billion Telecom Heist*. Hoboken, NJ: Wiley. 2003.

Mallincrodt Chemical Works v. Goldman Sachs & Co., 420 F. Supp. 231 (S. D. N. Y. 1976).

Mann, Bruce H. *Republican Debtors: Bankruptcy in the Age of American Indpendebce*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2002.

Manne, Henry Ci. *Insider Trading and the Stock Market*. New York: Free Piess 1966.

——. "The Case for Insider Trading." *Wall Street Journal*, March 17, 2003.

——. "Regulation in Terrorem." *Wall Street Journal*, November 22, 2004.

Maremont, Mark et al. "Mistrial Scuttles Possible Guilty Verdicts in Tyco Case." *Wall Street Journal*, April 5, 2004.

Markham, Jerry W. "Fiduciary Duties Under the Commodily Exchange Act." *Notre Dame Law Review* 68 (1992): 199.

——. "Privatizing Social Seuirily." *San Diego Law Review* 38 (2001): 747.

——. *A Financial History of the United States: From Christopher Columbus to the Robber Barons* (1492 – 1900). Armionk, NY: M. E. Shaqe, 2002.

——. *A Financial History of the United States: From J. R. Morgan to the Institutional Investor* (1900 – 1970). Arnionk, NY: M. K. Sharpe, 2002.

——. *A Financial History of the United States: From the Age of Derivatives Into the New Millennium* (1970 – 2001). Armonk, NY: M. E. Sharpe, 2002.

——. "Accountants Make Miserable Policemen: Rethinking the Federal Securities Laws."

North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation 28 (2003): 725.

——. "Super – Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, Great Britain and Japan." *Brooklyn Journal of International Law* 28 (2003): 319.

Markham, Jerry W., and Thomas L. Hazen. *Corporate Finance, Cases and Materials.* St. Paul, MN: West Group, 2004.

Marowski v. Securities and Exchange Commission, 274 F.3d 525 (D. C. Cir. 2001), *cert, denied*, 537 U. S. 819 (2002).

Martin, Dick. *Tough Calls: AT&T and the Hard Lessons Learned From the Telecom Wars.* New York: Amacom, 2005.

Mason, Christopher. *The Art of the Steal: Inside Sotheby's – Christie's Auclion House Scandal.* New York: G. P. Putnam, 2004.

Mattessich, Richard. *The Beginnings of Accounting and Accounting Thought.* New York: Garland, 2000.

McCoy, Patricia A. "A Political Economy of the Business Judgment Rule in Banking: Implica – tions for Corporate Law." *Case Western Law Review* 47 (1996): 1.

McDonald, James, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*. New York: Farrar Straus & Giroux, 2003.

McKean, David. *Tommy the Cork, Washington's Ultimate Insider from Roosevelt to Reagan*. Soulh Royalton, VT: Steerforth, 2004.

McLean. Bethany. "Is Enron Overprices?" *Fortune*, March 5, 2000.

McLean, Bethany, and Peter Elkind. *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron*. New York: Penguin, 2003.

McNish, Jacquie, and Sinclair Stewart. *Wrong Way; The Fall of Conrad Black*. Woodsyock, NY: Oyerlook, 2004.

Medical Committee for Human Rights v. Securities and Exchange Commission, 432 F. 2d 659 (D. C. Cir. 1970), *vacated as moot*, 404 u. s. 403 (1972).

Meinhard v. Salmon, 249 N. Y. 458, 164 N. E. 545 (N. Y. Ct. App. 1928).

Meiselman v. Meiselman, 307 S. E. 2d 551 (N. C. 1983).

Meltzer, Allan H. *A History of the Federal Reserve* (1913 – 1951). Chicago: University of Chicago Press, 2003.

Mepham, Michael J. *Accounting in Eighteenth – Century Scotland*. New York: Garland, 1988.

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., 456 u. s. 353 (1982).

Merrill – Chapman & Scott v. Wolfson, 321 A. 2d 138 (Del. 1974).

Miller v. Asensio & Company, Inc., 2004 WL 792365 (4th Cir. 2004).

Michaels, Adrian. "KPMG Accused of Ignoring Xerox Warnings." *Financial Times*, January 30, 2003.

Minkow, Barry. *Cleaning Up: One Man's Redemptive Journey Through the Seductive World of Corporale Crime*. New York: Nelson Current, 2005.

Minton v. Cavaney, 364 P. 2d 473 (Cal. 1961).

Mitchell, Lawrence E. "The Death of Fiduciary Duty in Close Corporations." *University of Pennsylvania Law Review* 138 (1990): 1675.

Morgenson, Gretchen. "Market Timing: A Longlime Practice Comes Under

New Scrutiny." *New York Times*, November 10, 2003.

Morison, Samuel Eliot. *John Paul Jones: A Sailor's Biography*. New York: Barnes & Noble, 1959.

Morris, Charles R. *Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen*. New York: Times Business, 1999.

Morris, Edmund. *Theodore Rex*. New York: Random House, 2001.

Munk, Nina. *Fools Rush In: Steve Case, Jerry Levin, and the Unmaking of AOL Time Warner*. New York: HarperBusiness, 2004.

Murio, Reid Anthony. "An Independent Auditor's Suit for Wrongful Discharge." *Albany Law Review* 58 (1994): 413.

Murphy, Bruce Allen. *Wild Bill: The Life and Legend of William O. Douglas*. New York: Random House, 2003.

Nader Ralph, Mark Green, and Joel Seligman. *Taming the Giant Corporation*. New York: W. W. Norton, 1976.

National Commission on Terrorist Attacks Upon the United States. *The* 9/11 *Commission Report*. New York: W. W. Norton, 2004.

New York City Employees'Retirement System v. Securities and Exchange Commission, 45 F. 3d 7 (2d Cir. 1995).

New York Trust Company v. Eisner, 256 U. S. 345 (1921).

Nichol's Case, 3 Deg. & J. 387 (1859).

Nobes, C. *Landmarks in Accounting History*. London: ICAEW. 1979.

O'Brien, Creide. *The Development of Accounting in Ireland*. Kildare: National University of Ireland, 1979.

Oceanic Exploration Co. v. Grynberg, 428 A. 2d I (Del. 1981).

O'Connor, Scan M. "Bc Careful What You Wish for: How Accountants and Congress Created the Problem of Auditor Independence." *Boston College Law Review* 45 (2004): 741.

Office of the Vice President. *Blueprint for Reform: The Report of the Task Group*

on Regulation of Financial Services. Washington, DC: Government Printing Office, 1984.

O'Melveny & Myers v. Federal Deposit Insurance Corp., 512 U. S. 79. 81 (1994).

Oppel, Richard A. Jr. "Enron Traders on Grandma Millie and Making Out Like Bandits." *New York Times*, June 13, 2004.

Oppenheimer, Jerry. *Martha Stewart: Just Deserts: The Unauthorized Biography.* New York: William Morrow. 1997.

Orwall, Bruce, and Joann S. Lublin. "Suit Against Disney Over Ovitz Severance Chills Board-rooms." *Wall Street Journal.* October 11, 2004.

O'Sullivan, Mary. *Contests for Corporate Control.* Oxford: Oxford University Press, 2000.

Paramount Communications Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A. 2d 34 (Del. 1994).

Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A. 2d 1140 (Del. 1989).

Parker, Richard. *John Kenneth Galbraith: His Life, His Politics, His Economics.* New York Farrar, Straus and Giroux, 2005.

Parker, R. H. *The Evolution of Corporate Financial Reporting.* Sunbury-on Thames, UK: Nelson, 1979.

Partnoy, Frank. *F. I. A. S. C. O.: Blood in the Water on Wall Street.* New York: Norton, 1997.

——. "The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit RatingAgencies." *Washington University Law Quarterly* 77 (1999): 619.

——. "Barbarians at the Gatekeepers? A Proposal for a Modified Strict Liability Regime." *Washington University Law Quarterly* 79 (2001): 491.

——. "The Paradox of Credit Ratings." In *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Ch. 3, ed. Richard M. Levich, Giovanni Majnoni. and

Carmen Reinhart. New York: New York University Press, 2002.

——. *Infectious Greed, How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets.* New York: Henry Holl, 2003.

"Pension Fund Shenanigans." *Wall Street Journal*, August 20, 2004.

Perlman v. Feldmann, 219 *F.* 2d 173 (2d *Cir.*), *cert. denied*, 349 U. S. 952 (1955).

Pinter v. Dahl, 486 U. S. 622 (1988).

Piper Capital Management, Inc., In re, 2000 WL. 1759455 (S. E. C. 2000), *affirmed*, 2003 WL 22016298 (S. E. C. 2003).

Plender, John. "Tame Pussies, Watchdogs, and Siamese Twins: Broker Abacus Needs Attention." *Financial Times* (London), April 8, 2002.

Powell, Jim. *FDR's Folly: How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Degression.* New York: Crown Forum, 2003.

Prentice, Robert A. "The Case for Educating Legally Aware Accountants." *American Business law Journal* 38 (2001): 597.

Previts, Gary J., and Barbara Dubis Merino, *A History of Accountacy in the United States: The Cultural Significance of Accounting.* Columbus: Ohio State University Press, 1998.

Ramo, Alan. "California's Energy Crisis: The Perils of Crisis Management and a Challenge to Environmental Justice." *Albany Law Environmental Outlook* 7 (2002): 1.

Rand, Ben. "First Steps, Long Journey." *Rochester Democrat and Chronicle*, May 16, 2004.

Reliant Resources, Inc., In re, Securities Exchange Act Release No. 47828 (S. E. C. May 12, 2003).

Remillard Brick Co. v. Remillard - Dandi Co., 241 P. 2d 66 (Cal. 1952).

Remini, Robert. *Daniel Webster: The Man and His Time.* New York: W. W. Norton, 1991.

Renchan, Edward J. Jr. *Dark Genius of Wall Street: The Misunderstood Life of Jay Gould. King of the Robber Barons.* New York: Basic Books, 2005.

Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp., February 1, 2002.

Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of WorldCom, Inc., March 31, 2003.

Report of Investigation by the Special Committee of the Board of Directors of Hollinger International, Inc., August 30, 2004.

Resnick v. Touche Ross & Co., 470 F. Supp. 1020 (S. D. N. Y. 1979).

Reves v. Ernst & Young, 494 U. S. 56 (1990).

Reynolds, Alan. "Not Spitzer's Job." *Wall Street Journal*, October 22, 2004.

Ringling Bros. – Barnum & Bailey Combined Shows, Inc. v. Ringling, 53 A. 2d 441 (Del. 1947).

Ripley, William Z. *Main Street and Wall Street.* New York: Harper Brothers, 1939 edition.

Ritter, Jay R. "The Hot Issue Market of 1980." *Journal of Business* 575 (1984): 215.

Rogers v. Hill, 289 U. S. 582 (1933).

Rogers, Jim. *Hot Commodities: How Anyone Can Invest Profitably In the World's Best Market.* New York: Random House, 2004).

Rosenfeld v. Fairchild Engine & Airplane Corp., 309 N. Y. 168, 128 N. E. 291 (1955).

Ross v. Bernhard, 396 U. S. 531 (1970).

Roye, Paul R. Remarks Before American Law Institute of American Bar Association Investment Company, regulation and compliance conference, October 16, 2003.

Royle, Trevor. *Civil War: The Wars of the Three Kingdoms* 1638 – 1660. London: Little, Brown, 2004.

Salwin, Kevin G., and Cohen, Laurie P. "Getting Tough: SEC Under Breeder Takes a Harder Line on Securities Crime." *Wall Street Journal*, May 10, 1990.

Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U. S. 462 (1977).

Schecter, Barnet. *The Battle for New York: The City at the Heart of the American Revolution.* New York: Walker, 2002.

Schering - Plough Corporation, In re, Securities Exchange Act Release No. 48461 (S. E. C. September 9, 2003).

Schilit, Howard. *Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks and Fraud in Financial Reports.* 2d ed. New York: McGraw Hill, 2002.

Schwartz, Donald E. "A Case for Federal Chartering of Corporations." *Business Lawyer* 31 (1975): 1127.

Schwarz, Jordan A. *Liberal: Adolf A. Berle and the Vision of an American Era.* New York: Free Press, 1987.

Scott, Austin W. "Liabilities Incurred in the Administration of Trusts." *Harvard Law Review* 28 (1915): 725.

——. "The Progress of the Law, 1918 - 19: Trusts." *Harvard Law Review* 33 (1919 - 20): 688.

——. "The Trusts as an Instrument of Law Reform." *Yale Law Journal* 31 (1922): 457.

——. *The Law of Trusts.* Boston: Little, Brown, 1939.

Scott, Kenneth E. "Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project." *Stanford Law Review* 35 (1983): 927.

Securities and Exchange Commission. Form 10 - K. Annual Report for the Fiscal Years Ending December 31, 1993 - 2000, of the Enron Corp.

Securities and Exchange Commission. News Release 03 - 70 (June 5, 2003).

Securities and Exchange Commission. "Proposed Rules." Securities Exchange Act Release No. 42994 (July 12, 2000).

Securities and Exchange Commission. *Report of the Special Study of the Securities Market.* H. R. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st sess. (1963).

Securities and Exchange Commission. "Revision of Auditor Independence Requirement." Securities Exchange Act Release No. 43602 (November 21, 2000).

Securities and Exchange Commission. "Trading Practices Rules Conceming Securities Offerings." 68 Fed. Reg. 17, 108 (April 12, 1996).

Securities and Exchange Commission v. Adelphia, 2002 SEC LEXIS 2891 (S. D. N. Y. Nov. 14, 2002).

Securities and Exchange Commission v. Adler, 137 F. 3d 1325 (11th Cir. 1998).

Securities and Exchange Commission v. Dirks, 463 U. S. 646 (1983).

Securities and Exchange Commission v. Dynegy, Inc., SEC LEXIS 2415 (S. D. Texas Sept. 25, 2002).

Securities and Exchange Commission v. Fastow, Complaint, Southern District Texas (2002).

Securities and Exchange Commission v. Howey, 328 U. S. 293 (1946).

Securities and Exchange Commission v. Koenig, Cir. No. H – 04 – 3370 (S. O. Tex. 2004).

Securities and Exchange Commission v. Lucent Technologies, Inc., 2004 SEC LEXIS 1007 (D. N. J. May 17, 2004).

Securities and Exchange Commission v. Materia, 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984).

Securities and Exchange Commission v. National Student Marketing Corp., 457 F. Supp. 682 (D. D. C. 1978).

Securities and Exchange Commission v. Parmalat Finanziaria S. p. A., 2003 SEC LEXIS 3078 (S. D. N. Y. 2003).

Securities and Exchange Commission v. SG Ltd., 265 F. 3d 42 (Ist Cir. 2001).

Securities and Exchange Commission v. Spiegel. Inc. , 2003 SEC LEXIS 22176223 (N. D. III. 2003) .

Securities and Exchange Commission v. Stewart, Civ. No. 03 CV 4070 (S. D. N. Y. 2003) .

Securities and Exchange Commission v. Switzer, 590 F. Supp. 756 (W. D. Okla) .

Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co. , 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968), *cert. denied*, *sub. nom.* , *Coates v. SEC*, 394 U. S. 976 (1969).

Securities and Exchange Commission v. WorldCom, Inc. Complaint. Civil Action (S. D. N. Y. N. Y. June 26, 2002) .

Securities and Exchange Commission v. Yun, 327 F. 3d 1263 (11th Cir. 2003).

Securities Exchange Act Release No. 17114 (Sept. 2, 1980) .

Securities Industry Association v. Board of Governors of the Federal Reserve System, 468 U. S. 207 (1984) .

Sedighim v. Donaldson, Lufkin, & Jenrette, Inc. 167 F. Supp. 2d 639 (S. D. N. Y. 2001) .

Seligman, Joel. "The Private Securities Reform Act of 1995." *Arizona Law Review* 38 (1996): 717.

——. *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance.* Boston: Northeastem University Press, 1995.

Shafer – Pearson Agency, Inc. v. Chubb Corp. , 237 III. App. 3d 1031, 606 N. E. 2d 17 (1992) .

Shiller, Robert J. *The New Financial Order: Risk in the 21st Century.* Princeton: Princeton University Press, 2003.

Shlensky v. Wrigley, 237 N. E. 2d 776 (III. App. 1968) .

Siebert, Muriel. *Changing the Rules: Adventures of a Wall Street Maverick.*

New York: Free Press, 2002.

"Sinclair and Watergate." *Wall Street Journal*, October 29, 2004.

Sinclair Oil Co. v. Levien, 280 A. 2d 717 (Del. 1971).

Skeel. David A. Jr. *Debt's Dominion: A History of Bankruptcy.* Princelon, NJ: Princeton University Press, 2001.

Smith, Adam. *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations.* 1776. New York: Modern Library, 1994.

Smith, Otis M. "The Consumer's Role in Corporate Govemance." Address before the National Capital Assembly, Washington, DC, November 10, 1977.

Smith, Rebecca, and John R. Emshwiller. 24 *Days: How Two Wall Street Journal Reporters Uncovered the Lies That Destroyed Faith in Corporate America.* New York: HarperBusiness, 2003.

Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858 (Del. 1985).

Smitten, Richard. *Jesse Livermore, World's Greatest Stock Trader.* New York: Wiley, 2001.

Snell, Daniel C. *Ledgers and Prices in Early Mesopotamian Menchant Accounts.* New Haven: Yale University Press, 1982.

Sobel, Robert. *The Great Boom*, 1950 - 2000: *How a Generation of Americans Created the World's Most Prosperous Society.* New York: Truman Talley, 2000.

Sonde, Theodore. "Professional Disciplinary Proceedings." *Business Lawyer* 30 (1974): 157.

——. "'Up the Ladder'and Over: Regulating Securities Lawyers—Past, Present and Future." *Washington & Lee Review* 60 (2003): 331.

Soybeans Future Litigation, In re, 892 F. Supp. 1025 (N. D. III. 1995).

Space Controls, Inc. v. Commissioner, 322 F. 2d 144, 148 (5th Cir. 1963).

Spacek, Leonard. *The Growth of Arthur Andersen & Co.* 1928 - 1973: *An Oral History.* New York: Garland, 1989.

Speed v. Transamerica Corp., 135 F. Supp. 176 (D. Del. 1955).

"Spitzer's Justice," *Vanity Fair*, January 2005, p. 118.

Squires, Susan E., Cynthia Smith, Loma McDougall, and William Yeack. *Inside Arthur Andersen. Shifting Values, Unexpected Consequences.* New York: FT Prentice Hall, 2003.

State ex rel Pillsbury v. Honeywell. Inc., 291 Minn. 322, 191 N. W. 2d 406 (1971).

Stale of New York v. Anschutz et al. Complaint, Supreme Court of New York, September 30, 2002.

Stewart, James B. *Disney War.* New York: Simon & Schuster, 2005.

Stiglitz, Joseph E. *The Roaring Nineties.* New York: W. W. Norton, 2003.

Stone, Amey, and Mike Brewster. *King of Capital, Sandy Weill and the Making of Citigroup.* New York: Wiley, 2002.

"Structured Financing Techniques Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of New York." *Business Lawyer* 50 (1995): 527.

Sumitomo Corp. v. Chase Manhattan Bank, 2000 U. S. Dist. LEXIS 15707 (S. D. N. Y. 2000).

Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U. S. 6 (1971).

Swarb v. Credit Suisse First Boston, Fed. See. I. (CCH) §92, 924 (D. Mass. 2004).

Swarlz. Mimi, with Sherron Watkins. *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron.* New York: Doubleday, 2003.

Sweeny, James L. *The California Electricity Crisis.* Stanford, CA: Hoover Institution Press, 2002.

Timmerman, Kenneth R. *Shakedown: Exposing the Real Jesse Jackson.* Washington, DC: Regnery, 2002.

Toffler, Barbara Ley. *Final Accounting: Ambition, Greed, and the Fall of*

Arthur Andersen. New York: Broadway, 2003.

Toobin, Jeffrey. "A Bad Thing. Why Did Martha Lose?" *New Yorker*, March 21, 2004.

Touche Ross & Co. v. Securities and Exchange Commission, 609 F. 2d 570 (2nd Cir. 1979).

Transnor (Bermuda) Ltd. v. BP North America, 738 F. Supp. 1472 (S. D. N. Y. 1990).

Treaster, Joseph B. *Paul Volcker: The Making of a Financial Legend*. Hoboken, NJ: Wiley, 2004.

"Treasury Official Sees Need for Relevant Disclosure, Supports SEC Proposals." (CCH) Fed. Sec. L. Rep. No. 2054 (2002).

Tri – State Developers, Inc. v. Moore, 343 S. W. 2d 812 (Ky. 1961).

Truell, Peter, and Larry Gurwin. *False Profits: The Inside Story of BCCI, The World's Most Corrupt Financial Empire*. Boston: Houghton Mifflin, 1992.

"Trustees and the Commutation of East India Stock" *Law Times* 56 (1X74): 193.

Trustees of Dartmouth College v. Woodward, 17 U. S. (4 Wheat) 518 (1819).

Tyre, Peg, and Daniel Mcginn. "A Big House for Martha? A Tough Indictment Raises the Specter of Prison Time." *Newsweek*, June 16, 2003.

Ultramares Corp. v. Touche, 255 N. Y. 170, 174 N. E. 441 (N. Y. Ct. App. 1931).

Unger, Harlow Giles. *John Hancock, Merchant King and American Patriot*. New York: Wiley, 2000.

United States House of Representatives.

Capital Issues Committee. *Report of the Capital Issues Committee*, H. Doc. 1485, 65th Cong., 3d sess., 1918.

Committee on Energy and Commerce. "Hearing on Lessons Learned from

Enron's Collapse: Auditing the Accounting Industry." 107th Cong. , 2d sess. , February 6, 2002.

Committee on Financial Services. "Hearing on Accounting Under Sarbanes - Oxley: Are Financial Statements More Reliable?" 108th Cong. 1st sess. , September 17, 2003.

Committee on Financial Services. "Wrong Numbers: The Accounting Problems at WorldCom." 107th Cong. , 2d sess. , July 8, 2002.

Committee on Financial Services. "Rebuilding Investor Confidence, Protecting U. S. Capital Markets: The Sarbanes - Oxley Act: The First Year," 2003.

Report No. 85, 73rd Cong. , I st sess. (1933).

Report No. 722, pt. 1, 102nd Cong. , I st sess. (1992).

Report No. 1383, 73rd Cong. 2nd sess. (1934).

Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Govemment Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services. "Hearing on Mutual fund Industry Practices and Their Effect on Individual Investors." 108th Con. , Ist sess. , March 12, 2003.

Subcommittee on Employer - Employee Relations of the Committee on Education and the Workforce. "Hearing on Enron and Beyond: Legislative Solutions." 107th Cong. 2nd sess. , February 27, 2002.

Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce. "Hearing on Capacity Swaps by Global Crossing and Qwest: Sham Transactions Designed to Boost Revenuos? 107th Cong. , 2nd sess. , September 24 and October 1, 2002.

Subcomnittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce. "Hearing on the Financial Collapse of Enron: Part 1." 107th Cong. , 2nd sess. , February 5, 2002.

Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce. "Hearing on the Financial Collapse of Enron: Part 2." 107th Cong. ,

2nd sess. , February 7, 2002.

Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce. "Hearing on the Financial Collapse of HealthSouth. " Pts. 1 and 2, 108th Cong. , Ist sess. , October 16 and November 5, 2003.

United States Senate.

Committee on Banking. Housing, and Urban Affairs, "Hearings on Accounting Reform and Investor Protection. " 107th Cong. , 2nd sess. , March 5 - 6, 14, 19, and 20 - 21, July 8 - 12, 15, and 25, 2002.

Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. "Hearing on Recent Developments in Hedge Funds. " 108th Cong. , Ist sess. , April 10, 2003.

Committee on Energy and Natural Resources. "Hearing on Enron Corporation's Collapse. " 107th Cong. , 2nd sess. , January 29, 2002.

Committee on Govemmental Affairs. "Hearing on the Fall of Enron: How Could lt Have Happened?" 107th Cong. , 2nd sess. , January 24, 2002.

Committee on Govemmental Affairs. "Hearing on Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies. " 107th Cong. , 2nd sess. , March 20, 2002.

Committee on Governmental Affairs. "Hearing on Retirement Insccurily: 401 (k) Crisis at Enron. " 107th Cong. , 2nd sess. , February 5, 2002.

Committee on Covemmental Affairs. "Hearing on the Watchdogs That Didn't Bark: Enron and the Wall Street Analysts. " 107th Cong, 2nd sess. , February 27, 2002.

Committee on the Judiciary. "Hearing on Accountability Issues: Lessons Learned From Enron's Fall. " 107th Cong. , 2nd sess. , February 6, 2002.

Minority Staff Report of the Staff of the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs. "U. S. Tax Shelters: The Role of Accountants, Lawyers, and Financial Professionals. 108th Cong. , 1st sess. (2003).

Report No. 1455, 73rd Cong. , 2nd sess. (1934) .

Staff Report to the Committee on Governmental Affairs. "Financial Oversight of Enron: The SEC and Private - Sector Watchdogs." Senate Doc., 107th Cong., 2nd sess. (October 8, 2002).

Staff Report to the Senate Subcommittee on Reports, Accounting and Management of the Committee on Government Operations. *The Accounting Establishment.* Senate Doc. 34, 95th Cong., 1st sess. (1977).

Subcommittee on Financial Management, the Budget, and International Security of the Committee on Governmental Affairs. "Hearing on Mutual Funds: Trading Practices and Abuses That Harm Investors." 108th Cong., 1st sess., November 3, 2003.

United States v. Arthur Youny & Co., 465 U. S. 805 (1984).

United States v. Chestman, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991), *cert*, *denied*, 503 U. S. 1004 (1992).

United States v. Fastow. Indictment. Cr. No. H - 02 - 0665 (S. D. Texas, October 31, 2002).

United States v. Fastow. Indictment. Cr. No. H - 03 (S. D. Texas, April 30, 2003).

United States v. Fastow. Superseding Indictment. Cr. No. H - 02 - 0665 (S. D. Texas, April 30, 2003).

United States v. Kim, 184 F. Supp. 1006 (N. D. Cal. 2002).

United States v. Kopper. Information. Cr. No. H - 02 - 0560 (S. D. Texas, August 20, 2002).

United States v. Masten. 170 F. 3d 790 (7th Cir. 1999).

United States v. Morgan. 118 F. Supp. 621 (S. D. N. Y. 1953).

United States v. Morton Salt Co., 338 U. S. 632 (1950).

United States v. Mulheren, 938 F. 2d 364 (2d Cir. 1991).

United States v. O'Hagan, 521 U. S. 642 (1997).

United States v. Quattrone. Indictment. Cr. (S. 1). N. Y. 2003).

United States v. Scrushy, Indictment. CR – 03 – be – 0530 – s (N. D. Ala. 2003).

United States v. Simon, 425 F. 2d 796 (2d Cir. 1969), *cert. denied*, 397 U. S. 1006 (1970).

United States v. Smith, 155 F. 3d 1051 (9th Cir. 1998).

United States v. Willis, 737 F. Supp. 269 (S. D. N. Y. 1990).

United States v. Winstar Corp., 518 U. S. 839 (1996).

United States v. Wolfson, 405 F. 2d 779 (2nd Cir. 1968).

Unocal Corp, v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

Wachovia Bank & Trust Co. v. National Student Marketing Co., 650 F. 2d 342 (D. C. Cir. 1980), *cert. denied sub nom.*, *Peat, Marwick, Mitchell & Co. v. Wachovia Bank & Trust Co.*, 452 U. S. 954 (1981).

Walker. Stephen P. *Society of Accountants in Edinburgh.* New York: Garland, 1988.

Walkovszky v. Carlton, 223 N. E. 2d 6 (1966).

"Wall Street Crash, Parallel Bars." *Economist*, October 27, 2001, p. 81.

Wallison. Peter. "Rein in the Public Company Accounting Oversight Board." *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute, February 2005.

Walt Disney Company Derivative Litigation, In re, 825 A. 2d 275 (Del. Ch. 2003).

Wegerer v. First Commodity Corp., 744 F. 2d 719 (10th Cir. 1984).

Weightman, Gavin. *The Frozen – Water Trade.* New York: Hyperion, 2003.

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

Weisberger, Bernard A. *America Afire: Jefferson, Adams, and the Revolutionary Election of* 1800. New York: William Morrow, 2000.

Weisman, Steven R. *The Great Tax Wars.* New York: Simon & Schuster, 2002.

Whittingham, Richard. *Boy Wonder of Wall Street: The Life and Times of*

Financier Eddie Gilbert. New York: Texere, 2003.

Wilgus, H. L. "Purchase of Shares of a Corporation by a Director from a Shareholder." *Michigan Law Review* 8 (1910): 267.

Wilson, John Donald. *The Chase: The Chase Mcmhattan Bank. N. A.* 1945 - 1985. Boston: Harvard Business School Press, 1986.

Winans, R. Foster. *Trading Secrets: Seduction and Scandal at the Wall Street Journal.* New York: St. Martin's, 1986.

Wiswall v. The Greenville and Raleigh Plank. Road Company, 56 N. C. 183 (1857).

Woodward, Calvin. "Listening to the Mockingbird." *Alabama Law Review* 45 (1994): 563.

Young, Michael R. "The Liability of Corporate Officials to Their Outside Auditor for Financial Statement Fraud." *Fordham Law Review* 64 (1996): 2155.

Young, Shawn. "MCI Restatement Drops $74.4 Billion." *Wall Street Journal.* March 15, 2004.

Zahn v. Transamerica Corp., 162 F. 2d 36 (3d Cir. 1947).

Zobrist v. Coal - X, Inc., 708 F. 2d 1511 (10th Cir. 1983).

Zuckoff, Mitchell. *Ponzi's Scheme*: The True Story of a Financial Legend. New York: Pandom House, 2005.

关于作者

杰瑞·马克汉姆是位于迈阿密的佛罗里达国际大学的法学教授，他教授公司法和国际商业法。他此前曾担任罗杰斯和威尔斯国际律师事务所（现名为高伟绅律师事务所）的合伙人、美国商品期货交易委员会法律执行部的首席顾问、芝加哥期权交易所的秘书和顾问，以及美国证券交易委员会的律师。马克汉姆在华盛顿特区的乔治城法学院担任法律兼职教授，并在搬到佛罗里达州之前在北卡罗来纳大学教堂山分校担任法学教授。他拥有乔治城大学和肯塔基大学的法学学位。马克汉姆是三卷《美国金融史》（*A Financial History of the United States*）的作者，该书由夏普（M. E. Sharpe）出版，并入选2002年优秀学术称号（Choice Outstanding Academic Title）。他是数本财经书籍的作者或共同作者。